Industrieliquidität im Konjunkturverlauf

INAUGURAL-DISSERTATION
zur Erlangung der Doktorwürde der
Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen
Fakultät an der Johann-Wolfgang-Goethe-
Universität zu Frankfurt a. M. vorgelegt

von

ROLF MAGENER
Diplom-Kaufmann
aus Odessa

1937

Gedruckt bei H. Th. Scheurle, Offenbach am Main

Erster Gutachter: Professor Dr. Fritz Schmidt.
Zweiter Gutachter: Professor Dr. Fritz Henzel.
Tag der mündlichen Prüfung: 14. Februar 1935.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Vorwort.

Die vorliegende Untersuchung stellt eine dynamische Studie dar, unternommen an einem Spezialproblem der industriellen Unternehmung. Ihr liegen Daten zugrunde, die aus einer Wirtschaftsepoche herrühren, deren Entwicklung sich in der typischen Form von Konjunkturen vollzog und in der die Unternehmerdispositionen sich durch fortgesetzte Anpassung an die Wechsellagen vermittels des Rentabilitätsprinzips charakterisieren. Mit dem Einsetzen von staatlichen Planungen hat diese Epoche ihren Abschluß gefunden. Wir stehen im Begriff, die Konjunkturerscheinungen in der Wirtschaftspolitik und das Konjunkturdenken in der Wirtschaftstheorie zu überwinden. Aufgabe des Unternehmers ist nicht mehr: Anpassung an die jeweilige Konjunkturlage aufgrund von Rentabilitätserwägungen, sondern: Einpassung in die jeweilige Plansituation gemäß dem Gebot der volkswirtschaftlichen Dringlichkeit.

Von dieser Entwicklung blieb auch unser Spezialproblem, die Liquiditätsfrage, nicht unberührt. Sie wäre heute nach anderen Gesichtspunkten zu beurteilen und ihr Studium würde zu anderen Ergebnissen führen, als dies der Fall für den untersuchten Zeitraum gewesen ist. In diesem Sinne ist die Untersuchung wirtschaftshistorisch zu begreifen.

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Vorwort III
Inhaltsverzeichnis V
Literaturverzeichnis VII
A) **Der dynamische Charakter der Industrieliquidität** 1
B) **Liquiditätsanalyse** 17
I. Vorfragen der Liquiditätsanalyse 17
1. Die Gliederung der Bilanzen 17
2. Die Technik der Liquiditätsanalyse 19
a) Die Deckungsproportion 20
b) Der Saldo zwischen den Deckungsmitteln und den kurzfristigen Verbindlichkeiten 25
c) Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals 26
d) Bewegung der Einzelwerte 26
e) Kapitalverwendungsrechnung 27
3. Die Grenzen der bilanzmäßigen Liquiditätsanalyse 27
II. Die Darstellung der Liquiditätsverhältnisse im Konjunkturverlauf 31
1. Umfang der Untersuchung 31
a) in sachlicher Hinsicht 31
b) in zeitlicher Hinsicht 34
2. Der Verlauf der Industriekonjunktur 37
a) Die Konjunktur in den Jahren 1904—13 38
b) Die Konjunktur in den Jahren 1924—32 41
3. Das Bilanzmaterial 46
a) Vorbemerkung 46
b) Die Bilanzen der einzelnen Geschäftszweige 47
1. Bergbau-, Eisen- und Metallgewinnung 47
2. Maschinenbau, Elektrotechnik, Optik, Feinmechanik.... 52
3. Eisen, Blech- und Metallwaren 56
4. Steine und Erden, Holz-, Bau-, Glas- u. keram. Industrie 60
5. Chemie, Papier- und papierverarbeitende Industrie 63
6. Leder, Textilien und Bekleidung 67
7. Nahrungsmittelindustrie 71
c) Die Generalbilanz 74
III. Die Kapitaldisposition im Konjunkturverlauf 82
1. Die Entwicklung der Einzelwerte 82
a) Die Entwicklung der Vermögenswerte 83
1. Die Anlagen 83
2. Die Vorräte 95
3. Die Debitoren 97
4. Die flüssigen Mittel 101

Seite
b) Die Entwicklung der Kapitalwerte 104
1. Das Eigenkapital 104
2. Das langfristige Fremdkapital 106
3. Das kurzfristige Fremdkapital 107
4. Die Gewinne 111
2. Kapitalverwendungsrechnung 114
C) **Die Ursachen der Liquiditätsänderungen** 123
I. Die innerbetriebliche Dynamik 123
1. Der Erfolg 123
a) Der Umsatzgewinn 123
b) Der Spekulationsgewinn 125
2. Abbau oder Erweiterung des Betriebes 126
a) Bestandsänderungen bei gleichbleibender Kapazität 129
b) Bestandsänderungen bei veränderter Kapazität 131
3. Finanzierung 133
a) Der Einfluß der Finanzstruktur auf die Liquidität 133
b) Die Veränderungen der Kapitalbasis 135
1. Die Kapitalaufnahme 135
2. Die Kapitalrückzahlung 139
c) Die Sanierung 140
II. Die gesamtwirtschaftliche Dynamik 141
1. Die Wertänderungen 141
2. Die Zinsgestaltung 147
a) Die Bedeutung des Tageszinses 148
1. Der gestörte Gleichgewichtszustand 148
2. Das gestörte Gleichgewicht 149
3. Zusammenfassung 151
b) Die Bedeutung des Anschaffungszinses 152
1. Die depressive Unterliquidität 153
2. Die depressive Brutto- oder Nettoliquidität 154
3. Die depressive Ueberliquidität 154
c) Die Zinsentwicklung im Untersuchungszeitraum 155
D) **Die Aufrechterhaltung der Liquidität im Konjunkturverlauf** 161
I. Die Voraussetzungen der Liquidität 161
II. Die Liquiditätspolitik im Konjunkturverlauf 164
1. Die Aufrechterhaltung der Vermögensliquidität 166
a) Die Vermögensliquidität bei Betriebserweiterung 167
b) Die Vermögensliquidität bei Betriebsabbau 168
2. Die Aufrechterhaltung der Umsatzliquidität 170
a) Die Anpassung an die Umsatzgeschwindigkeit 170
b) Die Anpassung an die Verlustumsätze 171
3. Die Aufrechterhaltung der Gewinnliquidität 173
4. Zusammenfassung 176

Literaturverzeichnis.

Anger, Bilanz und Konjunktur. Frankfurter Dissertation. 1927.

Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 5. Auflage, Leipzig 1932.

le Coutre, Praxis der Bilanzkritik, Bd. 1 und 2, Berlin 1926.

Dernburg, Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft. Berlin 1931.

Deutsch, Konjunktur und Unternehmung. Berlin, o. J.

Gerstner, Bilanzanalyse, 10. Aufl., Berlin 1933.

Großmann, Die Abschreibung vom Standpunkt der Unternehmung. Berlin 1925.

Gürtler, Schweizerische Bilanzen unter dem Einfluß von Konjunktur und Scheingewinn. Berlin 1926.

Hansen, Das Problem der Liquidität im deutschen Kreditbankwesen. Stuttgart 1929.

Hayek, Preise und Produktion. Wien 1931.

Henzel, Erfassung und Verrechnung der Gemeinkosten in der Unternehmung. Berlin 1931.

Kehrein, Konjunktureinflüsse in der Großeisenindustrie. Frankfurter Diss. 1930.

Keynes, Vom Gelde. München 1932.

Leitner, Bilanztechnik und Bilanzkritik. 8. und 9. Aufl., Berlin 1929.

Lieboner, Wertgleichheit und Konjunktur nach Vorkriegsbilanzen. Frankfurter Dissertation 1926.

Nicklisch, Wirtschaftliche Betriebslehre, 7. Aufl., Stuttgart 1932.

Prion, Kapital und Betrieb. Leipzig 1929.

Reithinger, Stand und Ursachen der Arbeitslosigkeit in Deutschland. Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. Sonderheft 29.

Rieger, Einführung in die Privatwirtschaftslehre. Nürnberg 1928.

Schmalenbach, Dynamische Bilanz. 4. Aufl., Leipzig 1926.

— Kapital, Kredit und Zins. Leipzig 1933.

Schmaltz, Bilanz- und Betriebsanalyse in Amerika. Stuttgart 1927.

— Betriebsanalyse. Stuttgart 1929.

Schmidt, Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler! Berlin 1927.

— Die organische Tageswertbilanz. 3. Aufl., Leipzig 1929.

— Kalkulation und Preispolitik. Berlin 1930.

— Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre. Berlin 1933.

Theisinger, Effekten als Kapitalbeschaffungsmittel. Stuttgart 1928.

Wagemann, Einführung in die Konjunkturlehre. Leipzig 1929.

— Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft. Berlin 1931.

Wagenführ, Die Industriewirtschaft. Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung. Sonderheft 31.

Wicksell, Geldzins und Güterpreise. Jena 1898.

Zentner, Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung. Berlin 1932.

Die Bilanzen der Unternehmungen. Festgabe für J. Ziegler, herausgegeben von K. Meithner, Berlin 1933.
Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland, herausgegeben von K. Diehl. Jena 1932.
Handwörterbuch der Betriebswirtschaftslehre.

Statistisches Jahrbuch des Deutschen Reiches.
Konjunkturstatistisches Handbuch 1933.
Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.
Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung.

Annalen der Betriebswirtschaft.
Zeitschrift für Betriebswirtschaft.
Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung.
Die Sparkasse.
Die Bank.

A) Der dynamische Charakter der Industrieliquidität.

Der Liquiditätsbegriff bildete sich ursprünglich im Bankbetrieb, denn hier bringt es der Charakter des Geschäftes mit sich, daß alle Aufmerksamkeit auf das Problem des finanziellen Gleichgewichts gerichtet sein muß. Dieses Gleichgewicht betrachtet man als gewahrt, wenn die kurzfristigen Passivverbindlichkeiten ihre Deckung finden in den flüssigen Mitteln der Aktivseite.[1])

Von den Banken übernahm die industrielle Praxis, aber auch die Betriebswirtschaftslehre, den Liquiditätsbegriff. So findet sich als historisch älteste und heute noch in der betriebswirtschaftlichen Literatur verbreitetste Meinung, die Auffassung der Liquidität als einem finanziellen Deckungsverhältnis. Es sagt z. B. le Coutre[2]) — der hier als Vertreter dieser Auffassung angeführt werden soll: „Unter Liquidität versteht man das Verhältnis zwischen den Schulden einer Unternehmung und ihren Deckungsmitteln". — Aehnliche Formulierungen finden sich bei Nicklisch, Leitner, Rieger, Gerstner, Ottel und anderen.[3]) Ihnen allen gemeinsam ist der Grundgedanke, daß das Prinzip der Liquidität in einer finanziellen Gleichgewichtsaufgabe besteht. Zur Wahrung dieses Gleichgewichts muß die Unternehmung in ständiger Zahlungsbereitschaft sein und sich durch die Flüssigkeit ihres Vermögens und das Gleichgewicht der Fälligkeiten die Zahlungsfähigkeit erhalten. — Zentner[4]) kommt bei seiner ausführlichen Untersuchung über den in der Literatur gebräuchlichen Liquiditätsbegriff zu folgender Zusammenfassung: „Man versteht demnach unter Liquidität die Fähigkeit der Unternehmung, die aufgenommenen fremden Betriebsmittel jederzeit flüssig zu machen, d. h. sie in bar an den Gläubiger zurückzahlen zu können".

---

[1]) Vgl. Hansen, Das Problem der Liquidität im deutschen Kreditbankwesen, Stuttgart 1910, S. 6.

[2]) Le Coutre, Praxis der Bilanzkritik 1926, Bd. 2, S. 287.

[3]) H. Nicklisch, Wirtschaftliche Betriebslehre, 7. Aufl., Stuttgart 1932, S. 456.
F. Leitner, Bilanztechnik und Bilanzkritik, 8. u. 9. Aufl., Berlin 1929, S. 256.
W. Rieger, Einführung in die Privatwirtschaftslehre, Nürnberg 1928, S. 260 ff.
Gerstner, Bilanzanalyse, 10. Aufl., Berlin 1933, S. 423.
K. Ottel, Die Bilanzen der Unternehmungen, herausgegeben von Karl Meithner, Berlin 1933, Bd. 1, S. 531.

[4]) Zentner, Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung. Berlin 1932, S. 15.

Dieser Liquiditätsbegriff wurde entwickelt als ein zunächst für alle wirtschaftlichen Unternehmungen gültiges Prinzip. Und es ist auch keineswegs zweifelhaft, daß dieser Anspruch auf Allgemeingültigkeit berechtigt ist, denn vor der Aufgabe, ihr finanzielles Gleichgewicht bewahren zu müssen, steht jede Unternehmung, gleichgültig, ob sie ein Betrieb des Handels, der Banken oder der Industrie ist. Dennoch besteht aller Grund, den Begriff zu differenzieren und ihn in der Richtung einer selbständigen Industrieliquidität und einer eigenen Bankliquidität hin zu entwickeln.

Auf die Notwendigkeit einer Differenzierung des Liquiditätsbegriffes wurden die angeführten Autoren schon selber aufmerksam. So hat insbesondere le Coutre in seinen Bilanzarbeiten darauf hingewiesen, daß bei Beurteilung der Liquidität von Industrieunternehmungen nicht allein die aus der Bilanz ersichtlichen Schulden maßgeblich sind — wie vornehmlich bei den Banken — sondern darüber hinaus auch die Verbindlichkeiten aus Kostenzahlungen, für die sich Anhaltspunkte in der Gewinn- und Verlustrechnung finden.[5]) Es lassen sich aber noch weitere Gründe anführen, die eine getrennte Behandlung der industriellen Liquiditätsverhältnisse erfordern.

Es soll an dieser Stelle — vorbehaltlich einer anderen Einteilung — einmal danach unterschieden werden, ob die Veränderungsfaktoren der Liquidität *außerhalb* des Betriebes liegen und sich äußern in Debitorenverlusten, Kreditrückziehungen etc., oder ob sie in *diesem selbst* gelegen sind und z. B. zu der Liquidation von Vorräten oder zu Betriebserweiterungen führen.[6]) Wenn man nun an diesen Kriterien die Liquiditätsverhältnisse des Bank- und Industriebetriebes prüft, so wird sich herausstellen, daß die Veränderungsfaktoren des ersteren vornehmlich außerhalb des Betriebes, diejenigen des letzteren sich dagegen insbesondere innerhalb desselben befinden. Bei Betrachtung der Industrieliquidität müssen daher mit besonderem Nachdruck die dynamischen Vorgänge berücksichtigt werden, die sich innerhalb des Betriebes abspielen. Die Gleichgewichtsstörungen aus dieser Quelle sind hier von so ausgesprochenem und spezifischem Charakter, daß das Liquiditätsproblem des Industriebetriebes unbedingt eine Sonderstellung erheischt. Um lediglich graduelle Unterschiede gegenüber der Bank kann es sich nicht mehr handeln, weil diese Unterschiede wesentliche sind. Und zwar *müssen* sich die Liquiditätsverhältnisse beider Unternehmungsarten deswegen grundsätzlich unterscheiden, weil die Dynamik einer Unternehmung, die nur mit Geldwerten disponiert, einen anderen Charakter haben muß, als diejenige eines Betriebes, der seine Dispositionen mit Geld- und *Sachwerten* und vornehmlich mit letzteren trifft. Die Verschiedenheit der Liquiditätsverhältnisse bei den Banken und der Industrie liegt demnach

[5]) le Coutre, a. a. O., S. 283.

[6]) Daß diese letzten Endes ebenfalls durch Vorgänge außerhalb des Betriebes, nämlich durch Veränderung der Marktlage, beeinflußt werden, wird nicht bestritten. Vom Standpunkt der Liquidität sind sie jedoch zunächst aus internen Veränderungen abzuleiten.

in der verschiedenen Dynamik begründet, denen beide unterworfen sind. Dieses hat zur Folge, daß die Aufgabe, die ihnen bei der Aufrechterhaltung der Liquidität gestellt wird, in beiden Fällen eine andere sein muß.

Es wird schon an dieser Stelle als Einseitigkeit der eingangs besprochenen Auffassung der Liquidität empfunden werden müssen, daß sie auf die internen Betriebsvorgänge nicht ausdrücklich hinweist. Für die Verhältnisse des Bankbetriebes mag dies als ein Mangel nicht bemerkt werden, weil dort die Kreditverflechtungen im Vordergrund stehen, — den Besonderheiten der industriellen Unternehmung aber wird sie nicht gerecht. Man sieht der geschilderten Auffassung deutlich die rein finanzielle Betrachtungsweise der Liquidität an. In Uebertragung des Begriffes aus der Vorstellungswelt des Bankgeschäftes betrachtet sie die Verhältnisse vom Standpunkt des Kreditgebers, der auf hinreichende Deckung seiner Forderung bedacht sein muß, bzw. des Schuldners, der den jederzeitigen Abruf seiner Verpflichtungen befürchtet, und sieht das Liquiditätsproblem als ein rein finanzielles Organisationsprinzip an, das im Interesse der Sicherheit und Unabhängigkeit der Unternehmung befolgt werden muß.

Man könnte hiergegen einwenden, daß bestimmten Aeußerungen der angeführten Autoren selbst zu entnehmen sei, wie auch sie bereits eine Weiterentwicklung des Liquiditätsbegriffes in dynamischer Richtung betrieben hätten. So ließe sich wiederum le Coutre anführen, der unter Liquidität gleichzeitig die Beweglichkeit des Vermögens versteht;[7]) aber auch Nicklisch, der sich eigens die Bezeichnung „Liquidität" für die Flüssigkeit des Vermögens vorbehält.[8]) Man ist damit von der Betrachtung der Liquidität als eines relativen Begriffes abgegangen und befaßt sich nunmehr mit dem Zustand des Vermögens an sich. Damit ist der Begriff — rein terminologisch — erweitert worden, weil ihm die einengende Bezugnahme auf die Verbindlichkeiten genommen ist. Doch der dynamische Charakter der Liquidität wurde damit noch nicht herausgearbeitet, denn in Wirklichkeit interessierte die Zuständlichkeit des Vermögens nur im Hinblick auf seine Eignung zur Schuldendeckung und nicht wegen der darin zutage tretenden, die Liquidität beeinflussenden Bewegungsvorgänge. Diese wurden zwar bemerkt, aber ihren Ursachen und Beziehungen zur Liquidität wird nicht nachgegangen. — In diesen Zusammenhang gehört ferner der Hinweis auf die Tatsache, daß le Coutre, aber z. B. auch Rieger, nicht nur die aus der Bilanz ersichtlichen Liquiditätsverhältnisse, sondern auch die sich aus der Erfolgsrechnung ergebenden berücksichtigen.[9]) Hier liegt in der Tat der Weg zur dynamischen Auffassung sehr nahe, allein, er wird nicht beschritten. Es wird nur festgestellt, daß die aus den

---

[7]) le Coutre, a. a. O., S. 284.
[8]) Nicklisch, a. a. O., S. 456.
[9]) le Coutre, a. a. O., S. 283; Rieger, a. a. O., S. 267 ff.

Kostenzahlungen entstehenden Verbindlichkeiten gleichfalls in die finanzielle Gleichgewichtsrechnung übernommen werden müssen.[10])

Die vorherrschende Auffassung beleuchtet demnach nur die finanzielle und gleichsam statische Seite des Liquiditätsproblems. Die andere, die dynamische, läßt sie unbeachtet. Sie versetzt sich in die Lage des Bilanzkritikers, der an Hand seiner Unterlagen Liquiditätsrechnungen für einen bestimmten Zeitpunkt anstellen will und entwickelt zu diesem Zweck angemessene Verfahren. Dem Unternehmer jedoch, der täglich vor der Aufgabe steht, sein Unternehmen liquide zu halten, weiß sie nur unvollständige Hilfe zu bieten. Denn es ist eine allgemein bekannte Tatsache, daß die Liquidität einer Unternehmung fortwährenden Veränderungen unterliegt. Immerfort sind Kräfte wirksam, die an einer Störung des angestrebGleichgewichts arbeiten. Für die Herstellung desselben ist daher die Kenntnis jener störenden Kräfte erforderlich. Wer die Verantwortung für die Liquidität eines Unternehmens trägt, der muß auch ihre Bewegungsfaktoren kennen, und insbesondere beurteilen können, ob es nicht Möglichkeiten ihrer Beeinflussung gibt. Denn mit Hilfe einer mechanischen Regel allein lassen sich die Liquiditätsverhältnisse einer Unternehmung nicht meistern. Dazu bedarf es einer tiefen Einsicht in die gesamte Betriebsgebarung.

Es soll nicht behauptet werden, daß die bisherige Auffassung der Liquidität falsch sei; sie ist nur unvollständig und einseitig, infolge ihrer Beziehungslosigkeit zum übrigen Betriebsleben. Das ist auch der Grund, warum das Gleichgewichtsprinzip das Wesen der Liquidität niemals ausschöpfen kann — wie ließen sich sonst die durch dieses Prinzip keineswegs herbeigeführten über- und unterliquiden Zustände im Verlauf der Konjunktur erklären? Die Liquidität ist vielmehr gleichzeitig die Folge bestimmter betrieblicher Dispositionen, die nach ganz anderen Gesichtspunkten getroffen werden, als denen der finanziellen Sicherheit.

*

In seinem Aufsatz „Liquidität und Liquiditätsbilanz" in den „Annalen der Betriebswirtschaft", Bd. 1, S. 329 ff. u. 480 ff., entwickelt Lehmann Gedanken, die bereits eine Annäherung an die dynamische Betrachtungsweise darstellen. Da er aber nicht zu ihren letzten Konsequenzen vordringt, nimmt er zwischen der statischen und der dynamischen Auffassung der Liquidität eine Zwischenstellung ein. Der wesentliche Inhalt dieses Aufsatzes ist folgender: Lehmann bringt die Fragen der Liquidität mit den Kapitalerfordernissen des Produktionsprozesses in Verbindung, berücksichtigt also damit weitgehend die internen Verhältnisse der industriellen Unternehmung. Er geht aus von der Zeit, während der das Kapital durch die Produktionsdauer an die Unternehmung gebunden ist und stellt ihr die Zeit gegenüber, für die der Unternehmung Kapital zur Verfügung steht. Das Verhältnis zwischen dem letzteren Zeitbegriff und

[10]) Bei Rieger allerdings ist der dynamische Begriff der Liquidität im gewissen Sinne bereits entwickelt, vgl. z. B. Rieger, a. a. O., S. 278.

dem Kapital, nennt er die Spannung des Kapitals und den reziproken Wert dieser Größe endlich Liquidität. Was hier bisher als Liquidität bezeichnet wurde, ist in seiner Terminologie relative Liquidität. Lehmann prägt ferner das Begriffspaar „konstitutive" und „dispositive" Liquidität. Er versteht unter der konstitutiven diejenige Liquidität, die sich aus dem finanziellen Aufbau, der Finanzierungsform ergibt, und sieht in der dispositiven Liquidität das Ergebnis des schwankenden Umsatzes und der sich verändernden Methoden der Betriebsführung. Die mathematischen Formulierungen und Bilanzbeispiele seines Aufsatzes sind in diesem Zusammenhange von geringerer Bedeutung. Hier ist allein von Interesse, daß er bei Behandlung des Problems andere Gesichtspunkte als die der Sicherheit und Unabhängigkeit als für die Liquidität mitbestimmend ansieht. Da aber seine Methode schließlich auf eine Kapitalbedarfsrechnung hinausläuft, dringt er nicht bis zu dem Punkt vor, auf den es entscheidend ankommt: auf die Inbeziehungsetzung der Liquidität zu den Bewegungsfaktoren des Betriebes, denn diese bestimmen erst Umfang und Charakter jeder Kapitalbedarfsrechnung. Obgleich also Lehmann ein dynamisches Element in den Kreis seiner Betrachtungen zieht — den Umsatzprozeß — gelangt er doch zu keiner konsequenten dynamischen Auffassung.

Die Mittel der Unternehmung sind in zweierlei Form verkörpert, in Realwerten und in Geldwerten. Das bedeutet, daß das Unternehmungskapital entweder einen Wert darstellt, der den Einflüssen der Marktwirtschaft voll unterworfen ist oder daß er, fest an die Währungseinheit gebunden, die Geldwertschwankungen mitmacht.[11]) Auf der Passivseite ist Realwert im Sinne der Marktbedingtheit das Eigenkapital,[12]) Geldwert das gesamte Fremdkapital. — Wir wissen, daß der industrielle Betrieb sich in seiner Vermögens- und Kapitalstruktur einerseits und in der Aufwands- und Ertragsstruktur andererseits im Verlauf der Konjunktur grundlegend verändert. Von dieser Veränderung wird auch die Art der Zusammensetzung der Unternehmungsmittel in Real- und Geldwerte betroffen. Es interessiert nun, in welcher Weise die letzteren von diesen Vorgängen berührt werden, da das Liquiditätsprinzip sich auf das Gleichgewicht der Geldwerte bezieht. Die Schwankungen in der Höhe der Geldwerte lassen sich auf vier Grundformen zurückführen.

E r s t e n s , Veränderungen der Geldwertbestände durch den E r f o l g. Hier müssen wir zwischen Umsatz- und Spekulationserfolg unterscheiden. Durch den U m s a t z werden die Werte von der Kasse zu den Sachbeständen und über die Debitoren zurück in die Kasse bewegt. Unter der Voraussetzung einer unveränderten Kostenreproduktion, wird durch diesen Kreislauf der Betrag der Geldwerte um die Gewinn- bzw. Verlustbeträge im Augenblick ihrer Realisation verändert. Infolge falscher Gewinnermittlung im Falle von Wertänderungen kann der Stand der Geldwerte jedoch über

---

[11]) F. Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, Leipzig 1929, 3. Aufl., S. 31.
[12]) F. Schmidt, a. a. O., S. 119.

dieses Maß hinaus vermehrt oder vermindert werden. Das findet im folgenden seine Erklärung. Solange die von der Wertänderung betroffenen Vermögensteile noch nicht realisiert sind, üben sie keinen Einfluß auf die Liquidität aus, tritt jedoch die Realisierung im Verlauf des Umsatzprozesses ein, so wirken sich zunächst die Wertsteigerungen als vermehrte Zugänge, die Wertsenkungen als verminderte Eingänge bei den Geldwerten aus. Wird auf dem neuen Wertniveau wiederbeschafft, so gehen die Zugänge in voller Höhe wieder ab, bzw. die verminderten Einnahmen stellen sich als hinreichend für die Ersatzbeschaffung heraus. Das finanzielle Gleichgewicht wird durch diese Vorgänge nicht berührt. Dagegen wird dies eintreten, wenn — wie es in der Praxis infolge der Anschaffungswertrechnung geschieht — Wertänderungen als Gewinne oder Verluste betrachtet werden. Es werden dann fälschlicherweise Beträge ausgeschüttet, die keinen echten Gewinnen entsprechen oder Scheinverluste errechnet, die die Ausschüttung echter Erfolge verhindern und zur Ansammlung flüssiger Mittel führen.[13]) — Der Spekulationserfolg hat entsprechend dieselbe Wirkung auf die Liquidität wie der Umsatzgewinn. Doch ist hier eine Besonderheit zu beachten. Es ist zu unterscheiden die Spekulation mit Fremdkapital von derjenigen mit Eigenkapital. Nach Abwicklung der Spekulation mit Fremdkapital bewirkt hier derjenige Betrag einen Zu- oder Abfluß bei den Geldwerten, der sich als positive oder negative Differenz zwischen dem Anschaffungs- und dem Tageswert des Spekulationsgutes ergibt. Bei der Spekulation mit Eigenkapital ist als Gewinn und infolgedessen als Liquiditätszugang nur die Differenz zwischen dem Erlös im Spezialmarkt des Spekulationsgutes und des um die allgemeine Kaufkraftverschiebung korrigierten Ausgangsbetrages zu betrachten.[14]) — Es interessieren hier nur die Liqiuiditätsänderungen durch den Spekulationserfolg, soweit diese durch das Spekulationskapital entstehen, gehören sie begrifflich erst in die nächste Gruppe.

Zweitens werden die Geldwertbeträge durch ein Hinüberwechseln der Mittel aus den Realwerten in die Geldwerte oder umgekehrt verändert. Hierzu gibt es zwei Anlässe, entweder Abbau oder Erweiterung der Kostenvorräte (z. B. durch das Unterlassen von Anlagenersatz und Fortbestehen der hierzu bestimmten Abschreibungsbeträge in flüssiger Form) oder spekulative Gründe. Hier wirken die Kapitalübertragungen in ihrer vollen Höhe auf die Liquidität ein.

Drittens erfahren die Geldwerte Zu- oder Abgänge aus der Aufnahme von Kapital, also durch Maßnahmen der lang- oder kurzfristigen Finanzierung. Es ist zu unterscheiden die Finanzierung durch Eigenkapital von der Fremdkapitalaufnahme. Im ersteren Falle wirkt sich für den Augenblick der Aufnahme der gesamte Zugang als Liquiditätsverbesserung, Rückzahlungen als Verschlechte-

[13]) F. Schmidt, a. a. O., S. 299.
[14]) F. Schmidt, a. a. O., S. 227.

rung aus. Im zweiten Falle erfahren die Geldwerte beider Bilanzseiten eine gleichmäßige Veränderung, eine Gleichgewichtsstörung tritt daher nicht ein. Das gilt aber nur für die Aufnahme fremder Geldmittel, bei Erweiterung der Warenkredite erhöhen sich auf der Passivseite die Geldwerte, auf der Aktivseite dagegen die Realwerte. Hier liegt also eine Quelle für ständige Liquiditätsänderungen. Alle diese Feststellungen beziehen sich immer nur auf den Augenblick des Kapitalzugangs. Die später vorgenommenen Investierungen sind dann Vorgänge, die begrifflich zum zweiten Grundfall gehören. — Wenn bei allmählicher Tilgung Fremdkapital aus Gewinnen amortisiert wird, so ergibt sich durch diesen Vorgang eine Besserung der Liquidität, da die Rückzahlungen auf der einen Seite einer Zuwachsgröße (dem Gewinn) entnommen werden und auf der anderen Seite sich die Verbindlichkeiten verringern. Wird Fremdkapital darüber hinaus zurückgezahlt, so bleibt bei ausreichendem Vorrat an flüssigen Mitteln die Liquidität unverändert. Im Falle schlechter Disposition jedoch müssen die erforderlichen Beträge — abgesehen von der Möglichkeit einer Umschuldung — durch die Liquidation von Realwerten beschafft werden. Durch die Rückzahlung selbst bleibt das Gleichgewicht ungestört.

Und endlich viertens ist der Fall zu erwähnen, bei dem die Geldwerte Einbußen erleiden durch Umlaufsunterbrechung (Debitorenverlust) und Entwendungen oder einen Zuwachs erfahren durch Zuwendungen, wie z. B. durch Geschenke, Subventionen, Freigabegelder. Auf dasselbe, nämlich eine Liquiditätsverbesserung, kommen alle diejenigen Fälle heraus, bei denen Schulden erlassen werden, wie z. B. die Niederschlagung einer Steuerschuld durch den Fiskus. — Ferner gehört an diese Stelle die Devalvation ausländischer Währungen, soweit sie sich einseitig in der Bilanz auswirkt. — Die hier besprochenen Fälle könnten begrifflich zur ersten Gruppe gerechnet werden, weil man sie auch als außerordentliche Erträge oder Verluste betrachten kann. Aber eben wegen ihres zufälligen Charakters sind sie dort herausgelöst und hier zu einer besonderen Gruppe zusammengefaßt worden.

In den weiteren Erörterungen dieses Kapitels muß der vierte Grundfall unberücksichtigt bleiben, weil er sich in keinen ursächlichen Zusammenhang mit den Vorgängen im Betrieb oder mit der Marktlage bringen läßt (was für die Debitorenausfälle immerhin möglich wäre). Das soll nicht heißen, daß er unterschätzt wird; in der Praxis ist er von außerordentlicher Wichtigkeit.

Alle diese Bewegungen beeinflussen die Industrieliquidität und sind der Ausdruck ihrer Dynamik. Wir stehen nun vor der Aufgabe, diese komplexen Erscheinungen in einen sinnvollen Zusammenhang zu bringen und sie aus dem Betriebsleben und der Marktkonstellation heraus zu deuten. Was Umfang und Charakter der Liquiditätsänderungen im einzelnen betrifft, kann natürlich erst im weiteren Verlauf der Arbeit gezeigt werden. Doch soll schon hier die Aufmerksamkeit auf die Bewegungsursachen gelenkt werden.

Die Frage nach den Gründen der Liquiditätsänderungen ist gleichzusetzen mit der Frage nach der Verwendung der Mittel im Konjunkturverlauf. Im Hinblick auf unser Thema haben wir insbesondere zu untersuchen, warum der Fluß der Werte bei seinem Lauf durch die Unternehmung das eine Mal die Güter-, das andere Mal die Geldform bevorzugt. Um uns hier den erforderlichen Einblick zu verschaffen, müssen wir einen neuen Begriff einführen, den Begriff der Kapitaldisposition.

Mahlberg[15]) unterscheidet Kapitalleitung im weiteren Sinne von der Kapitalleitung im engeren Sinne und versteht unter der ersteren, aktivisch betrachtet, die Verwendung des Sozialprodukts, passivisch gesehen, die Verteilung des Gesamtkapitals der Wirtschaft. Dieser Begriff gehört in die volkswirtschaftliche Terminologie und scheidet daher in diesem Zusammenhange aus. Unter Kapitalleitung i. e. S. versteht Mahlberg langfristige Finanzierung einerseits und langfristige Investierung andererseits. Hellwig[16]) definiert folgendermaßen: „Die Kapitaldisposition schließt alle auf die Beschaffung und Bereitstellung, die Verwaltung und Nutzung des Kapitals gerichteten Maßnahmen ein." Er legt das Schwergewicht auf die Nutzung des Kapitals innerhalb des Betriebes. — Und schließlich sieht Fricke[17]) in der Kapitaldispostion im weitesten Sinne jedes Verfügen über Bestände und Kapitalwerte. Und zwar sowohl ein Verfügen über die gegebenen wie auch über zugängliche (d. h. auf dem Kreditwege zu beschaffende) Mittel.

Die Mahlberg'sche betriebswirtschaftliche Definition ist für unsere Zwecke zu eng, da sie allein die langfristige Kapitaldisposition im Auge hat, während die beiden anderen diese Einschränkung nicht enthalten. Sie umfassen somit in ihrem Begriffe den gesamten Inhalt der Betriebswirtschaft. Ob diese Ausweitung vom Standpunkt einer — im einzelnen noch zu entwickelnden — Lehre von der Kapitaldisposition wünschenswert ist, soll hier nicht diskutiert werden, für uns jedoch sind diese Begriffe brauchbar, da sie gestatten, unser Spezialproblem mit den zentralen Fragen der Betriebswirtschaft in Zusammenhang zu bringen. Wir verstehen daher künftig unter Kapitaldisposition das Verfügen über Vermögensbestände und Kapitalwerte der Unternehmung.

Der Kapitaldisponent ist der Unternehmer. In dieser Eigenschaft hat er drei Aufgaben zu erfüllen. Erstens muß er das Kapital in einer Weise einsetzen, durch die der volkswirtschaftlich höchste Erfolg erzielt wird. Zweitens hat er die Erhaltung des relativen Vermögenswertes der Unternehmung zu sichern.[18]) Und drittens hat

---

[15]) W. Mahlberg, in seinem Aufsatz: Kapitalleitung und Betriebswirtschaftslehre, Z. f. h. F., Jg. 24, 1930, S. 545 ff.

[16]) A. Hellwig, Artikel: Kapital-Disposition, H. d. B.

[17]) R. Fricke, in seinem Aufsatz: Die Elastizität der Kapitaldisposition, Z. f. B., 1931, S. 756 ff.

[18]) F. Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, Leipzig 1929, 3. Aufl., S. 120.

er die Pflicht, im Interesse der Sicherheit der Unternehmung für deren Liquidität Sorge zu tragen. Die erste Aufgabe hat der Unternehmer in der Vergangenheit allein durch Anstreben des höchsten Erfolges zu lösen geglaubt. Heute hat sich der Charakter dieser Dispositionen jedoch geändert, das Kapital strömt nicht mehr dorthin, wo es die höchste Rente abwirft, sondern dahin, wo es am dringlichsten benötigt wird. Der Gesichtspunkt der volkswirtschaftlichen Dringlichkeit bestimmt demnach ausschlaggebend, durch das Mittel der staatlichen Lenkung des Kapitaleinsatzes, die Dispositionen des Unternehmers. Die drei beherrschenden Grundsätze der Kapitaldisposition in der Konjunkturwirtschaft waren jedoch:

1. das Ertragsprinzip,
2. das Prinzip der relativen Kapitalerhaltung,
3. das Liquiditätsprinzip.

Unsere Aufgabe besteht nun in der Feststellung, inwieweit das Wirtschaften nach diesen Grundsätzen die Tendenz hat, das Größenverhältnis von festem und flüssigem, von Sach- und Geldkapital zu bestimmen.

„Die Unternehmertätigkeit gipfelt darin, im Wirtschaftsprozeß die Umformung von Kapitalelementen größter Häufigkeit in Kapitalverbindungen höchster Seltenheit vorzunehmen, d. h. durch Güterumformung höhere Endwerte zu erzielen, als die Summe aller aufgewendeten Anfangswerte." [19]) Im industriellen Umsatzprozeß ist also der Einsatz von Kapital in der Weise vorzunehmen, daß es teilnehmen kann am Wertauftrieb zwischen Beschaffungs- und Absatzmarkt.[20]) In seiner Eigenschaft als Produktionsfaktor muß es zum Teil in sehr illiquider Form (Anlagen) angelegt werden, andererseits aber behält es die Geldform bei. Das Größenverhältnis zwischen diesen beiden Formen wird zunächst durch den Betriebszweck bestimmt. Kapitalintensive Betriebe benötigen einen anderen Vorrat an Geldkapital als lohnintensive, und solche mit schnellem Kapitalumschlag besitzen einen anderen Vermögensaufbau als Unternehmungen mit niedriger Umsatzgeschwindigkeit. Die Kapitaldisposition wird alsdann auf einen bestimmten Umsatz abgestimmt. Vollzieht sich dieser in einem stetigen, mengen- und wertmäßig gleichen Flusse und werden seine Erlöse zu einer unveränderten Vermögensreproduktion verwendet, so bleibt das Größenverhältnis im großen und ganzen unverändert, Abweichungen entstehen nur durch den Umsatzerfolg. Wir beobachten hier einen ununterbrochenen Umwandlungsprozeß des Kapitals aus der Güter- in die Geld- und zurück in die Güterform.[21]) Die Kapitaldisposition stellt sich in diesem Fall, wo sie sich auf einen Reproduktionsprozeß beschränkt, als ein automatischer Vorgang dar. In Wirklichkeit ist sie das jedoch nur

---

19) A. Hellwig, Art.: Kapital-Disposition, in Hwb. d. Betriebswirtschaftslehre.
20) F. Schmidt, a. a. O., S. 51.
21) Vgl. hierzu G. Zentner, „Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung", Berlin 1932, S. 25 ff., der die Abwicklung des Fabrikationsprozesses im Hinblick auf die Liquidität eingehend untersucht.

in den seltensten Fällen, denn die Bedingungen, unter denen gewirtschaftet wird, bleiben nicht dieselben. Sie ändern sich einmal aus der Wirtschaftlichkeit des Betriebes selbst und ferner als Folge der Veränderungen in der Gesamtwirtschaft. Da der Einzelbetrieb keine isolierte Größe darstellt, sondern durch mannigfache Verflechtungen in die Volkswirtschaft einbezogen ist, wird er auch deren Bewegungen unterworfen. Zwischen der Aufnahme der Werte aus dem Beschaffungsmarkt und ihrer Rückgabe an den Absatzmarkt liegt Zeit und Konjunktur. —

Die Veränderungen im Betriebe und am Markte zwingen den Kapitaldisponenten zu höchst komplizierten Anpassungsvorgängen. Aber ungeachtet ihrer Kompliziertheit sind diese analysierbar, weil der Kapitaldisponent bei seinen Entschlüssen maßgeblich von den drei besprochenen Prinzipien geleitet wurde. Unter diesen stand allen voran das Rentabilitätsprinzip. Es wird uns immer wieder begegnen und als Orientierungsmittel dienen müssen. Mit seiner Hilfe sind wir in der Lage, ursächliche Beziehungen innerhalb des Betriebslebens aufzudecken, das sonst chaotisch und undurchsichtig bleiben müßte. Das Rentabilitätsprinzip ist ein formales Prinzip zur Anpassung der Betriebswirtschaft an die jeweilige Marktlage und gleichzeitig ein Mittel der wissenschaftlichen Erkenntnis einzelbetrieblicher Vorgänge. Seine Grundsätze sind aber auf volkswirtschaftliche Verhältnisse nicht ohne weiteres übertragbar, denn hier muß es hinter anderen, wichtigeren Entscheidungen (z. B. Sicherung der Ernährungsgrundlage, Arbeitsbeschaffung etc.) zurückstehen. Die Außerkraftsetzung der Rentabilität in der Gesamtwirtschaft bedeutet aber noch nicht, daß das Rentabilitätsprinzip auch für die Betriebsdisposition seine Gültigkeit verloren hat. Selbst bei staatlicher Marktregulierung und in Ausführung von Plandirektiven muß der Unternehmer bestrebt sein, rentabel zu wirtschaften. In dem so verstandenen Sinne bleibt das Rentabilitätsprinzip auch im Falle einer staatlichen Wirtschaftslenkung das beste Mittel einzelbetrieblicher Marktanpassung. In dieser Arbeit soll also das Rentabilitätsprinzip als Mittel rationeller Betriebsführung und Marktanpassung betrachtet werden. Daß es gleichzeitig zu maximalen Unternehmerprofiten führen kann — deren soziale Berechtigung z. T. heftig umstritten ist — ist eine andere Frage und kein Argument gegen seine Eignung als Orientierungsmittel einzelbetrieblicher Disposition.

(1) Als Erstes wollen wir uns also mit dem Ertragsprinzip befassen. — Aenderungen der ertragswirtschaftlichen Ergiebigkeit des industriellen Umsatzprozesses haben eine entsprechende Umgruppierung der Mittel zur Folge. Eine Erhöhung des Umsatzgewinnes führt zu einer verstärkten Umwandlung von Geld- in Realwerte, seine Senkung zum entgegengesetzten Vorgang. Wie ist das zu erklären? Die Formveränderung, als wichtigste Gewinnquelle der industriellen Unternehmung, setzt einen umfangreichen technischen Apparat und beträchtliche Rohstoffmengen, d. h.

erhebliche Kapitalinvestitionen, in Sachwerten voraus. Bei Erzielung von Differentialgewinnen ist es nun für den Unternehmer vorteilhaft, den Sachapparat zu erweitern, weil dadurch ein größeres Kapital an den Uebergewinnen teilhaben kann und damit der Gesamtertrag des Unternehmers vergrößert wird. Die Frage ist nur, woher er die zur Investierung bestimmten Kapitalerträge nimmt. Er kann sie erstens, bereits in der Form von Sachwerten besitzen, die bisher eine weniger rentable Verwendung fanden, als sich ihnen nunmehr bietet.[22]) Da aber vorhandene Sachgüter, insbesondere Anlagen, für neue Produktionsverfahren meist ungeeignet sind, müssen sie erst in Geld verwandelt werden, damit ihr Gegenwert in Neuinvestierungen eingesetzt werden kann. Das geschieht entweder durch Verkauf oder durch Akkumulation der Abschreibungsbeträge. In solchen Fällen beobachtet man zunächst eine Umwandlung der Sachwerte in Geld und im Anschluß daran einen neuerlichen Investierungsvorgang. Ist dieser vollzogen, so ist das alte Größenverhältnis wieder hergestellt. Man hat es hier eigentlich nur mit einer Umgruppierung innerhalb der Realwerte zu tun, da jedoch Kapital meist nur in flüssiger Form bewegt werden kann, muß erst der Umweg über die Geldform eingeschlagen werden. — Zweitens kann der Unternehmer seine Produktionsbasis durch Maßnahmen der Selbstfinanzierung erweitern. Das geschieht, indem Gewinne, die in liquider Form eingehen, in Sachwerten angelegt werden. — Und drittens besteht die Möglichkeit der Zuführung neuer Mittel aus dem Geld- und Kapitalmarkt als Eigen- oder Fremdkapital. Eine Kapitalaufnahme wird nur dann zu höheren Gewinnen führen und deshalb in der Regel auch nur dann durchgeführt werden, wenn die Zinssätze jener Märkte niedriger sind als der Zins, der mit den neuen Mitteln erwirtschaftet werden kann.

Für die Rückführung von Sachgütern in Geldwerte gilt folgendes: Verlustbringende Umsätze, die zu Betriebseinschränkungen führen, haben zur Folge, daß auch die Kapitaldisposition geändert werden muß, sollen nicht die nunmehr am Umsatz unbeteiligten Sachwerte zu Verlustquellen werden. Um sie anderen Verwendungszwecken zuzuführen, betreibt man ihre Liquidation. Meist werden die freiwerdenden Beträge nicht sofort wieder zu betriebseigenen Zwecken verwendet, sondern entweder an die Inhaber der Unternehmung zurückgezahlt bzw. zur Abdeckung von Fremdkapital benutzt oder zur betriebsfremden Finanzanlage gebracht. — Auch hier ist es wiederum die Differenz zwischen dem nominellen Zins und dem erwirtschafteten, die diese Veränderungen herbeiführt. Denn Eigenkapital wird ausgeschüttet, um im Betrieb nicht mehr rentabel arbeitende Beträge den Eigentümern zu anderweitiger besserer Nutzung zur Verfügung zu stellen. Die Rückzahlung von Fremdkapital erfolgt, weil dadurch Verlustquellen beseitigt werden, die infolge niedriger oder negativer Betriebsgewinne bei hohen

---

[22]) Es ist also vorausgesetzt, daß die Differentialrente nur auf einen bestimmten Teil des Vermögens verdient wird.

Schuldzinsen entstehen. Und die Unterhaltung hoher Geldguthaben ist zum Teil darauf zurückzuführen, daß es vorteilhafter erscheint, die eigenen Mittel in eine Nutzung zu geben, auf die der relativ hohe Nominalzins bezogen wird, als sie in verlustbringenden Sachwerten der eigenen Produktion zu belassen. Wir können festhalten:

bei hohen Gewinnen und niedrigem Geldzins findet eine Umwandlung von Geld- in Sachkapital statt, bei hohem Geldzins und niedrigen Gewinnen dagegen eine Rückverwandlung der Real- in die Geldwerte.

Außer dem Umsatzgewinn steht der Unternehmung noch eine weitere Ertragsquelle offen, und das ist der Spekulationserfolg. Er entsteht, wenn Kapital in Gütern angelegt wird, die im Verlauf der Anlagezeit Wertauftrieb zeigen.[23]) In Zeiten eines steigenden Preisniveaus zeigen die Realgüter Wertauftrieb, bei allgemeiner Preissenkung die Geldwerte. Die Wertbewegung zwischen den beiden ist gegensätzlich. Der Kapitaldisponent hat die Pflicht, aus den Wertänderungen Nutzen zu ziehen und Verluste daraus zu vermeiden. Er muß in seiner Unternehmung möglichst solche Güter vereinigen, die übernormale Wertsteigerung oder unternormale Wertminderung aufweisen. Bei dieser Wertänderungsspekulation erfolgen Umsätze zwischen den Geld- und Realwerten, weil das Kapital immer dorthin geleitet wird, wo gerade Wertauftrieb herrscht. Dieser Wertauftrieb muß mindestens so hoch sein wie der Sollzins auf das in der Spekulationsanlage investierte Kapital. Bei niedrigem Zinsstand wird daher das Kapital in die Realgüter strömen, bis der Sättigungspunkt erreicht ist und der Zinsfuß zu steigen, der Marktwert zu sinken beginnt. Dies zwingt nun zur Rückbildung des vorbeschriebenen Prozesses, d. h. zum Abfluß des Kapitals in die Geldwerte. Auch hier beobachtet man den gleichen Vorgang wie beim Umsatzgewinn: niedrigen Nominalzins, hoher Spekulationsgewinn auf Realgüter, — Umwandlung von Geld- in Realkapital; hoher Nominalzins, niedriger Spekulationsgewinn auf Realgüter — Umwandlung von Real- in Geldkapital.

Wir können nunmehr folgende Beziehung aufdecken:

Kapital, das in Realwerten investiert ist, findet seine Ertragsquelle im Gewinn (Umsatzgewinn und Spekulationsgewinn auf Realgüter). Geldwerte unterliegen dagegen der nominellen Verzinsung; bei sinkendem Preisniveau können damit aber auch Spekulationsgewinne erzielt werden. Bei relativ niedrigem Nominalzins findet eine Umwandlung von Geld- in Sachwerte statt, bei relativ hohem Nominalzins und niedrigen Gewinnen dagegen eine Rückwandlung aus den Real- in die Geldwerte.

Die Phasen dieses Umformungsprozesses und damit der Liquiditätsgestaltung sind einmal durch die Wirtschaftlichkeit des Betriebes, aber auch durch den Zinssatz bestimmt, der in einem ge-

---

[23]) F. Schmidt, a. a. O., S. 53 ff.

gebenen Augenblick in der Wirtschaft vorwaltet. Das Größenverhältnis von festem und flüssigem Kapital innerhalb der Einzelwirtschaft ist also maßgeblich bestimmt durch die Konstellation der Gesamtwirtschaft, deren Kräfte sich über die Kapitaldisposition im Betrieb durchsetzen. Im Verlaufe der Konjunktur verschieben sich die Ertragschancen aus den Realwerten in die Geldwerte und umgekehrt, was entsprechende Kapitalbewegungen zur Folge hat und woraus sich die Liquiditätsveränderungen erklären, soweit sie dynamischen Charakter besitzen. Vom Standpunkt der Kapitaldisposition gesehen, ist die Konjunktur ein Hinüberwechseln des Kapitals aus dem Markt der Güter in den des Geldes und umgekehrt.

(2) Das Prinzip der relativen oder materiellen Kapitalerhaltung wird gegenwärtig in der Praxis wenig berücksichtigt. Es stellt vorläufig nur eine Forderung der Wissenschaft dar und beginnt erst langsam sich durchzusetzen. Soweit es Anwendung auf die Bewertungslehre in Form der Tageswertrechnung verlangt, berührt es uns hier im Augenblick nicht, nur insofern als es auch in die Kapitaldisposition unmittelbar hinübergreift, ist es von Interesse. Vom Kapitaldisponenten fordert es, dafür zu sorgen, daß im Verlauf der Wertänderungen „jeder reale Vermögensteil mindestens dem Durchschnitt entsprechend im Werte steige oder höchstens auf den Durchschnitt sinke".[24]) In diesem Zusammenhang macht Schmidt auf das Problem der Wertgleichheit in der Bilanz aufmerksam.[25]) Die Bilanz weist auf der Aktiv- und Passivseite ganz verschiedene Quantitäten von Real- und Geldgütern auf. Da nun Wertänderungen eine entgegengesetzte Wirkung auf diese beiden haben, kann aus ihrer ungleichmäßigen Verteilung eine Störung des Gleichgewichts der Vermögensrechnung entstehen. Um sich hiergegen zu sichern, empfiehlt Schmidt für Zeiten der Unsicherheit der Wertbewegung, die Gleichgewichtslage in Bezug auf Real- und Geldkapital beider Bilanzseiten. In Zeiten deutlicher Tendenz der Preisbewegung sind dagegen einseitige Dispositionen vorteilhaft, weil der Unternehmer durch sie Sondergewinne erzielen kann. — Auch durch diese Dispositionen entstehen Kapitalbewegungen, die die Liquidität berühren.

(3) Schmidt ist der Meinung, das Prinzip der Liquidität sei identisch mit dem der Wertgleichheit.[26]) Bei Wahrung derselben beschränke sich die Liquiditätspolitik auf die harmonische Abstufung der Fälligkeiten. Dieser Identifizierung wollen wir uns — obgleich sie theoretisch unanfechtbar ist — nicht anschließen, sondern es vorziehen, die beiden Prinzipien selbständig zu betrachten. Denn durch die Gleichsetzung wird der Begriff der Wertgleichheit erweitert und ihre Zusammenhänge zur Liquidität oft schwer erkennbar. Hierfür zwei Beispiele: Die Wertgleichheit bezieht sich unmittelbar nur auf die Bilanz, das Liquiditätsprinzip darüber hinaus auf

---

[24]) F. Schmidt, a. a. O., S. 120.
[25]) Ebenda, S. 119.
[26]) F. Schmidt, a. a. O., S. 125.

die Verbindlichkeiten aus bevorstehenden Kostenzahlungen. Ferner zeigt die Praxis, daß Unternehmungen, die die Wertgleichheit nicht einhalten, sehr wohl liquide sein können. — Nun ist es an sich möglich, beide Fälle letzten Endes auf das Prinzip der Wertgleichheit zurückzuführen. Zum ersten Fall ist zu sagen, daß zunächst bilanzmäßige Liquiditätsänderungen durch Kostenzahlungen überhaupt nicht zu entstehen brauchen, solange nämlich, als die Unternehmung gerade nur ihre Substanz reproduziert. Erst bei Substanzänderungen führen Kostenzahlungen zu dauernden Veränderungen der Geldbestände. Aber ein Prinzip, das die Geldwerte der Bilanz erfaßt, begreift damit notwendigerweise auch die Verbindlichkeiten aus den Kostenzahlungen ein, weil sie aus den Geldbeständen finanziert werden müssen und sich in ihnen niederschlagen. Insofern umschließt die Wertgleichheit also auch die Betriebsliquidität. — Und im zweiten Falle wird die Liquidität von der Wertgleichheit immer nur vorübergehend abweichen können, und zwar unter der Voraussetzung, daß die Umsatzgeschwindigkeit der Vermögensteile sich ändert, sodaß flüssige Mittel frei oder in erhöhtem Umfange gebunden werden. Würde man nun z. B. die freigesetzten Beträge zur Rückzahlung von Eigenkapital benutzen, so bliebe das finanzielle Gleichgewicht ungestört und gleichzeitig die Wertgleichheit erhalten, sodaß auch dieser Fall die Identität des Liquiditäts- und Wertgleichheitsprinzips bestätigt. Die Praxis allerdings pflegt die dergestalt freiwerdenden Mittel nicht auszuschütten, sondern benutzt sie zur Selbstfinanzierung oder stellt sie zurück für Zeiten, in denen die Umsatzgeschwindigkeit sich wiederum verringern könnte. — Trotz der theoretischen Identität beider Prinzipien empfindet man die betrieblichen Maßnahmen zur Aufrechterhaltung der Liquidität als über die eigentlichen Aufgaben der Wertgleichheit hinausgehend. Aus diesem Grunde führen wir das Liquiditätsprinzip als einen selbständigen Grundsatz hier an.

Bisher wurden die Kapitalbewegungen so dargestellt, wie sie allein in Befolgung des Ertrags- und Kapitalerhaltungsprinzips, ohne Rücksicht auf den Stand der Verbindlichkeiten, durch die Unternehmung verlaufen würden. In Wirklichkeit wird diese Freizügigkeit jedoch durch Dispositionen eingeengt, die der Kapitaldisponent mit Rücksicht auf den Schuldendienst zu treffen hat. Zu dieser Rücksichtnahme ist er gezwungen in Anbetracht der Gefahren, die aus der Zahlungsstockung und Zahlungseinstellung für das Unternehmen drohen. Die Aufrechterhaltung der Liquidität setzt somit seinen übrigen Dispositionen eine Grenze. Aber andererseits sind alle Liquiditätsmaßnahmen nur soweit zu betreiben, als sie nicht den Erfordernissen des Umsatzprozesses entgegenstehen; wie denn eine gute Liquiditätspolitik sich dadurch auszeichnet, daß sie nicht störend in den Betriebsablauf eingreift. So sehen wir, wie der Kapitaldisponent vor einer Vielzahl von Aufgaben steht. Zentner umreißt sie mit folgenden Worten, die gleichzeitig das Wesen der Industrieliquidität

kennzeichnen.[27]) Der Kapitaldisponent hat darauf zu achten, „daß die dauernde, reibungslose Durchführung des industriellen Umsatzprozesses durch entsprechende Umsatz- und Kapitaldisposition für sofort und die Zukunft bei gleichzeitiger Wahrung des wirtschaftlichen Prinzips gewährleistet ist". — Im Konjunkturverlauf werden der Liquiditätspolitik noch besondere Aufgaben gestellt. In der Hochspannung hat sie übermäßige Investitionen zu verhindern, um die Unternehmung vor Illiquidität zu bewahren. Und nach der Konjunkturwende muß sie unverzüglich die Rückwandlung der Sachwerte (vor allem der spekulativen Bestände) in die Geldform bewerkstelligen, noch ehe sie unter dem Zwang des Rentabilitätsprinzips einsetzt, weil Kreditrückziehungen zu gewärtigen sind. Im übrigen hat der Liquiditätsdisponent die flüssigen Mittel an die wechselnden Zahlungsansprüche im Konjunkturverlauf anzupassen.

Zum Schluß soll noch einmal der beschrittene Weg überblickt werden. — Es wurde begonnen mit der Feststellung, daß der Liquiditätsbegriff aus dem Bankgeschäft von der Betriebswirtschaftslehre übernommen und als finanzielle Gleichgewichtsaufgabe betrachtet wurde. Es wird die Notwendigkeit der Bildung eines selbständigen Liquiditätsbegriffes für die industrielle Unternehmung erkannt und in Anbetracht der Beweglichkeit des Gleichgewichts auch die Notwendigkeit einer dynamischen Betrachtungsweise. Die Veränderungsformen der Liquidität werden untersucht und ihre Deutung unternommen. Sie stellen sich heraus als Auswirkungen der Kapitaldisposition, die in der Vergangenheit von drei fundamentalen Wirtschaftsgrundsätzen beherrscht wurde: dem Ertrags-, Kapitalerhaltungs- und Liquiditätsprinzip. Der Fluß der Werte wird mit der Wirtschaftlichkeit des Betriebes und der Zinsgestaltung der Gesamtwirtschaft in Zusammenhang gebracht und als von diesen abhängig befunden. So sieht man die Probleme der Liquidität auf das engste verflochten mit den Dispositionen des Unternehmers zur Abstimmung der Wertabläufe in der Konjunktur. — Somit ist der dynamische Charakter der Industrieliquidität erwiesen, und zwar zunächst auf Grund von theoretischen Ueberlegungen, die allerdings nicht ohne gewisse Vorkenntnis der tatsächlichen Vorgänge, soweit Bilanzuntersuchungen von ihnen ein richtiges Bild vermitteln, unternommen wurden. In den folgenden Kapiteln soll nun auf Grund umfangreichen Bilanzmaterials die Dynamik der Industrieliquidität dargestellt und ihre Veränderungsfaktoren nachgewiesen werden.

[27]) Zentner, a. a. O., S. 17.

B) Liquiditätsanalyse.

I. Vorfragen der Liquiditätsanalyse.

Bei Darstellung der Liquiditätsverhältnisse einer Unternehmung ist der Außenstehende auf die veröffentlichte Jahresrechnung angewiesen. Mit Recht macht le Coutre darauf aufmerksam, daß man auf Grund der Bilanz, namentlich im Hinblick auf industrielle Verhältnisse, nur selten in der Lage ist, die wirkliche Liquidität einer Unternehmung klarzustellen, und daß man auf andere — interne — Rechnungen zurückgreifen muß, um zu diesem Ziel zu gelangen. Es läßt sich nur die scheinbare Liquidität ermitteln, die wirkliche bleibt dem Außenstehenden verborgen.[1]) Dennoch werden wir danach trachten müssen, über die Bilanzen hinweg bis zum wirklichen Betriebsleben vorzudringen. — Es ist unsere nächste Aufgabe, gewisse technische Vorfragen zu klären, die sich bei der Zubereitung der Bilanzen und bei Liquiditätsrechnungen ergeben, sowie Klarheit zu gewinnen über die Mängel, die der bilanzmäßigen Liquiditätsanalyse anhaften.

1. Die Gliederung der Bilanzen.

In der bilanzanalytischen Literatur finden sich mehrere Beispiele für Liquiditätsuntersuchungen. Gewöhnlich werden dabei die einzelnen Bilanzpositionen auf der Aktivseite nach dem Grade der Flüssigkeit in einer durchlaufenden Reihenfolge dargestellt, angefangen beim Kassabestand, endend bei den Anlagen; auf der Passivseite nach der Dringlichkeit der Forderungen.[2]) Eine Zusammenfassung der einzelnen Posten nach bestimmten Gesichtspunkten findet hier nicht statt. — Den Versuch einer derartigen Gruppierung unternimmt Leitner und Gerstner.

Leitner gliedert das Vermögen in: [3])

1. nicht realisierbares Vermögen,
2. realisierbares Vermögen,
3. realisiertes Vermögen.

---

[1]) le Coutre, a. a. O., S. 284 f

[2]) le Coutre, a. a. O., S. 298 f.; Nicklisch, a. a. O., S. 463; Rieger, a. a. O., S. 266 f.

[3]) F. Leitner, Bilanztechnik und Bilanzkritik, 8. u. 9. Auflage, Berlin 1929, S. 251.

Gerstner teilt die Aktivseite ein in: [4])

1. sofort greifbare flüssige Mittel, } liquide Mittel
2. verfügbare flüssige Mittel, }
3. nicht flüssige Mittel.

Beide Einteilungsformen sind einander sehr ähnlich, sie unterscheiden sich lediglich durch die Zurechnung bestimmter Posten zu den einzelnen Kategorien. Leitner zählt zu den realisierbaren Mitteln: a) sofort realisierbare (diskontfähige Wechsel und marktgängige Effekten); b) langsam realisierbare (Vorräte und Forderungen). Bei Gerstner wird das unter a) angeführte, sofort realisierbare Vermögen noch mit zu den greifbaren flüssigen Mitteln gerechnet.

Für uns ergibt sich die Frage, welchen der bezeichneten Wege wir wählen sollen. Die vollständige Aufzählung aller Positionen muß aus technischen Gründen unterbleiben; bei der Fülle des Materials fehlt es an Raum dazu. Die beschriebenen Gliederungsversuche andererseits sind für unsere Zwecke ungeeignet. Denn eine derartige Gruppierung der Bilanzpositionen hat von dem Gedanken auszugehen, daß neben einer klaren Darstellung der Zahlungsfähigkeit auch eine eingehende Analyse der gesamten Kapitaldisposition möglich ist. Es muß also eine Form gefunden werden, bei der sowohl die Liquiditätsverhältnisse ersichtlich sind, wie auch die entscheidenden Veränderungen im Vermögens- und Kapitalaufbau der Unternehmung. Als Einteilungsgrundsatz ergibt sich nach den Darlegungen des vorangegangenen Kapitels von selbst die Gruppierung in Real- und Geldwerte. Die Realwerte auf der Aktivseite stellen, neben ihren bereits angedeuteten Eigenschaften, vom Standpunkt der Liquidität eine langfristige Anlage der Unternehmungsmittel dar, während die Geldwerte entweder aus bereits liquiden oder schnell liquidierbaren Mitteln bestehen. Dieses Kriterium gilt jedoch nicht ausnahmslos, da ein Teil der Realwerte — wie innerhalb der Vorräte, Rohstoffe und Fertigfabrikate — nicht eigentlich eine langfristige, sondern eher eine mittelfristige Anlage darstellt, andererseits aber Geldwerte die Eigenschaft einer Daueranlage besitzen können (z. B. Beteiligungen). Im Interesse der Uebersichtlichkeit der Bilanzgliederung ist es erforderlich, hier gewisse Vereinfachungen vorzunehmen, selbst auf die Gefahr hin, daß dadurch Ungenauigkeiten entstehen. Eine eigene Gruppe von mittelfristigen Realwerten soll daher nicht gebildet, sondern als Untergruppe der langfristigen Sachwerte geführt werden. Das läßt sich auch insofern rechtfertigen, als vom Standpunkt der Substanzerhaltung des Unternehmens Vorräte, soweit sie nicht spekulative Bestände darstellen, in der Tat als langfristige unrealisierbare Anlagen zu betrachten sind. Die langfristigen Geldwerte wie Beteiligungseffekten, die ja als Verkörperung von Sachwerten überhaupt schon in hohem Grade Realwertcharakter besitzen und Aktivhypotheken, die bis auf wenige Ausnahmen nur selten und in kleinen Beträgen vorkommen,

---

[4]) Gerstner, Bilanz-Analyse, 10. Aufl., Berlin 1933, S. 401 ff.

werden zu den Realwerten gerechnet. — Das in Realwerten investierte (langfristige) Kapital gliedert sich demnach unter in Anlagen und Vorräte, während die (kurzfristig angelegten) Geldwerte einzuteilen sind in Debitoren und flüssige Mittel. Diese Untergliederung ergibt sich aus der Verschiedenartigkeit, mit der die einzelnen Gruppen die Liquidität im Konjunkturverlauf beeinflussen.

Auf der Passivseite von Real- und Geldwerten zu sprechen, wie dies Lieboner tut,[5]) der das Eigenkapital als Realwert bezeichnet, geht nicht an, da es eine Irreführung und einen Verstoß gegen den Sprachgebrauch darstellt. Hier ist die gegebene Einteilung diejenige in Eigen- und Fremdkapital, die beide in lang- und kurzfristiger Form auftreten. Beim Eigenkapital ist das so zu verstehen, daß hier als langfristige Kapitalformen das Stammkapital und die Reserven zu betrachten sind, als kurzfristige der auszuschüttende Gewinn. — Um den lang- und kurzfristigen Investierungsformen des Vermögens eine entsprechende Einteilung auf der Passivseite gegenüberzustellen, soll hier das langfristige Eigenkapital mit dem langfristigen Fremdkapital als langfristiges Kapital, die kurzfristigen Verbindlichkeiten mit dem kurzfristigen Eigenkapital (Gewinn) als kurzfristiges Kapital zusammengefaßt werden. Wir erhalten damit folgende Gliederung der Bilanzwerte:

I. Aktiva.
- A) Langfristiges Vermögen (Realwerte)
  1. Anlagen einschl. Beteiligungen
  2. Vorräte
- B) Kurzfristiges Vermögen (Geldwerte)
  1. Debitoren
  2. flüssige Mittel.

II. Passiva.
- A) Langfristiges Kapital
  1. Eigenkapital
  2. Fremdkapital
- B) Kurzfristiges Kapital
  1. Fremdkapital
  2. Gewinn.

2. Technik der Liquiditätsanalyse.

Die Analyse der Bilanzen ist in der Weise durchzuführen, daß die komplexe Erscheinung der Industrieliquidität in ihre wichtigsten Komponenten zerlegt werden kann. Zu diesem Zwecke sind zwei verschiedene Erhebungsverfahren in Anwendung zu bringen, um die erforderlichen Daten sicherzustellen. Einmal soll die Untersuchung zeigen, in welchem Umfange sich die Industrieliquidität im Konjunkturverlauf verändert, sodann aber gleichzeitig erweisen, welches die Quellen dieser Veränderungen sind. Es soll also einerseits

---

[5]) H. Lieboner, Wertgleichheit und Konjunktur nach Vorkriegsbilanzen, Frankfurter Dissertation, 1926, S. 8.

eine Darstellung der Liquiditätsänderungen unternommen, andererseits dargetan werden, welcher Art die Beziehungen zwischen den Liquiditätsschwankungen und den Bewegungen der Vermögens- und Kapitalwerte sind. Nach der ersten Methode wird die Aenderung der Zahlungsfähigkeit, der finanziellen Sicherheit der Unternehmung dargestellt, während die zweite sich zur Aufgabe macht, die Dynamik der Kapitaldisposition, soweit sie die Liquidität beeinflußt, zahlenmäßig zu erfassen. — Somit wird die Frage nach dem „Wie" und „Woher" der Liquiditätsänderungen im Konjunkturverlauf gestellt.

Soweit die Liquiditätsverhältnisse einer quantitativen Analyse zugänglich sind, handelt es sich darum, die Größenverhältnisse und Daten zu bestimmen, nach denen sie dargestellt werden sollen.

Zur Ermittlung der Zahlungsfähigkeit werden folgende Liquiditätsrechnungen angestellt:

a) Ermittlung der relativen Liquidität an Hand der Deckungsproportion (zur Beurteilung der Unternehmungsliquidität).
b) Ermittlung der absoluten Liquidität durch Berechnung des Saldos zwischen den Deckungsmitteln und den kurzfristigen Verbindlichkeiten (als Anhaltspunkt für die Beurteilung der Betriebsliquidität).
c) Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals (zur Beurteilung der qualitativen Seite der Liquidität).

Die Analyse der Kapitaldisposition erstreckt sich auf:

d) die Bewegungen der Einzelwerte,
e) die Kapitalverwendungsrechnung.

a) Die Deckungsproportion.

Das kurzfristige Fremdkapital bedroht die Sicherheit der Unternehmung durch die Möglichkeit eines plötzlichen Abzugs der gewährten Kredite. Vor dieser Gefahr schützt das Vorhandensein realisierter und schnell realisierbarer Vermögensteile, die der Unternehmung als Deckungsfonds für ihre Verbindlichkeiten zur Verfügung stehen. Das Verhältnis eben dieser Deckungsmittel zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten bildet die Deckungsproportion. Sie ist zu ermitteln nach der Formel:

$$\frac{\text{Deckungsmittel} \times 100}{\text{kurzfr. Verbindlichkeiten}}$$

Bei dieser Formel ist eine Besonderheit zu beachten. Ihre Relation bleibt nämlich bei gleicher Veränderung auf beiden Seiten nicht konstant, wie auf den ersten Blick anzunehmen wäre, sondern verschlechtert sich im Falle von beiderseitigen Zugängen und verbessert sich bei Abgängen. Hierfür ein Beispiel:

Die Deckungsmittel mögen 100, die Verbindlichkeiten 50 betragen. Die Deckungsproportion beläuft sich somit auf 200. Bei einer Aufnahme von 50 Teilen fremder Mittel betragen die Deckungsmittel 150, die Verbindlichkeiten 100; die Liquiditätszahl liegt aber

nur noch bei 150, hat sich also verschlechtert, obgleich der Zugang auf beiden Seiten gleich hoch war. Bei einer Rückzahlung des aufgenommenen Betrages würde sich eine entsprechende Verbesserung der Rate auf 200 ergeben. —

Im Grunde stellt diese Eigenschaft keine Entwertung der Formel dar; ganz im Gegenteil. Sie charakterisiert damit gewisse Vorgänge in sehr zutreffender Weise, indem sie die Verschlechterung der finanziellen Elastizität bei zunehmender Verschuldung andeutet und bei Schuldentilgung die Erhöhung der Widerstandskraft des Unternehmens erkennen läßt.

Es gilt nun festzustellen, welche Posten der Bilanz vom Standpunkt der Liquidität überhaupt zu den Deckungsmitteln und welche zu den Schulden zu rechnen sind.

Als Deckungsmittel sind zu betrachten:

1. Flüssige Mittel: Bargeld, Schecks, Bankguthaben, Wechsel, Wertpapiere (außer Beteiligungen),
2. Debitoren.

(1) Bei den flüssigen Mitteln dürfte, soweit es sich dabei um Bargeld, Schecks und Bankguthaben, sowie um diskontfähige Wechsel, also um Zahlungsmittel, handelt, kein Zweifel über ihre Eignung bestehen. Fraglich dagegen ist der Deckungscharakter der Wertpapiere. So können Papiere mit einem engen Markt sehr oft nur schwer realisierbar sein. Wichtiger ist aber in diesem Zusammenhang, ob eigene Aktien der Unternehmung zu ihren liquiden Beständen zu rechnen sind oder nicht. Am einfachsten liegt der Sachverhalt dort, wo sie zum Zwecke des Einzugs beschafft worden sind. Es handelt sich dann keinesfalls um Deckungsmittel. Eigene Aktien aus Kursinterventionen und noch nicht begebene Stücke, d. h. Vorratsaktien, dagegen können dem Deckungsfonds zugerechnet werden, da durch ihren Verkauf oder ihre Begebung flüssige Mittel der Unternehmung zufließen. Freilich gilt das nur bei normaler Marktlage und Kursentwicklung und unter keinen Umständen für den Fall der Liquidation der Unternehmung. Aus den Bilanzen allerdings ist nicht ersichtlich, zu welchen der beiden Kategorien eigene Aktien gehören. Deshalb ist es ratsam, sie als Korrekturposten zu behandeln und vom Eigenkapital abzusetzen. Beteiligungswertpapiere sollen nach der obigen Aufzählung nicht mit einbezogen werden. Es könnte aber zweifelhaft sein, ob dies nicht doch statthaft wäre, insbesondere dann, wenn es sich um Wertpapiere handelt, die eine gute Marktgängigkeit besitzen. Ihre Eigenart besteht nämlich darin, daß sie eine zwar langfristige, aber sofort realisierbare Anlage darstellen. Die schnelle Realisierbarkeit allerdings besteht nur theoretisch, denn für Majoritäten findet sich nicht immer ein Käufer und auf offenem Markt kann ein großes Effektenpaket oft nur allmählich und unter Verlusten abgesetzt werden. Zur Abdeckung von Schulden wird die Unternehmung Beteiligungseffekten nur im äußersten Falle heranziehen, da solch ein Verkauf

immer eine Verkleinerung des Geschäftsumfanges bedeutet und deshalb einer teilweisen Betriebsliquidität gleichzusetzen ist. Unter normalen Verhältnissen stellen daher Beteiligungspapiere keine Deckungsmittel dar.

(2) Die Debitoren sind noch nicht realisiertes Vermögen und eignen sich deswegen nicht zur unmittelbaren Schuldenrückzahlung. Im Verlaufe des normalen Umsatzprozesses stellen Warendebitoren jedoch der Unternehmung laufend flüssige Mittel zur Verfügung und können deshalb als Deckungsmittel für später fällig werdende Schulden sehr wohl in Betracht kommen. Bei Konzerndebitoren ist die Beurteilung sowohl der Fälligkeit wie der Eignung zur Deckung sehr schwer. Es können langfristige Darlehen und dubiose Beträge unter ihnen sein. Vor allen Dingen aber sind es in vielen Fällen Posten, die für bare Mittel garnicht eingehen, weil sie Salden aus der Verrechnung gegenseitiger Lieferungen darstellen, die immer wieder vorgetragen werden. In den Bilanzen der Brauereien finden sich häufig Darlehen unter den Debitoren angeführt, die ihrem Wesen nach langfristige Ausleihungen sind und infolgedessen als Deckungsmittel nicht in Frage kommen. Soweit Vorauszahlungen an Lieferanten unter Debitoren figurieren, sind sie auszuscheiden und den Vorräten oder — bei vorgeschossenen Baugeldern — den Anlagen zuzuschlagen, weil aus ihnen keine zurücklaufenden Zahlungsmittel zu erwarten sind. — Antizipative Aktivposten, sofern sie zukünftige Einnahmen betreffen, dürfen den Debitoren zugerechnet werden. — Viele Bilanzen der Vergangenheit führten unter Debitoren gleichzeitig ihre Bankguthaben auf, so vornehmlich nach Emissionen. Sehr oft sieht man Bankguthaben aber immer dann unter der Position „Schuldner" verschwinden, wenn sie auf einen bedrohlich kleinen Betrag zusammengeschmolzen sind, um dann wieder als selbständiger Posten aufzutauchen, sobald sie einen repräsentablen Umfang erreicht haben. — In manchen Fällen sind unter Debitoren Dividendenguthaben auf Beteiligungen angeführt, die in Fällen, wo Großfirmen als Schuldner in Frage kommen, flüssigen Mitteln gleichzusetzen sind.

Man kann sich nun auch auf den Standpunkt stellen, daß das gesamte Umsatzvermögen als Deckungsfonds für kurzfristige Verbindlichkeiten anzusprechen ist, — neben den flüssigen Mitteln und Debitoren also auch die Realwerte des Umsatzvermögens, d. h. die Vorräte. Diese setzen sich zusammen aus Rohstoffen, Zwischenfabrikaten und Fertigerzeugnissen. Unter ihnen können sowohl Rohstoffe wie Fertigerzeugnisse mit Massenabsatz als relativ leicht realisierbar betrachtet werden, was von den Zwischenfabrikaten entschieden verneint werden muß. Wie verschieden selbst bei den realisierbaren Gütern die Dinge liegen, beweisen Fälle aus der Praxis. Die Bestände einer Unternehmung der Edelmetallgewinnung oder -verarbeitung sind ihrer Eigenschaft nach — wie im Falle von Gold — den Zahlungsmitteln völlig gleichzusetzen, während die Rohstoffe der Urproduktion eher Anlagecharakter be-

sitzen. — Es besteht nun kein Zweifel darüber, daß eine Unternehmung im Notfalle auf ihre Vorräte zurückgreifen kann, aber wenn dies ohne Störung des Umsatzes geschehen soll, nur bis zu einem bestimmten Umfange. Dieser erstreckt sich, wie Nicklisch sagt,[6]) auf die Vorräte, die sich noch außerhalb der Grenzen des Betriebsfonds befinden und deshalb als spekulative Werte angesehen werden können. Die Vorräte in ihrer vollen Höhe zu den Deckungsmitteln zählen zu wollen, wäre abwegig, aber auch die Methode, sich nur mit einem prozentualen Anteil zu begnügen, nicht empfehlenswert, weil willkürlich. Die Vorräte sollen daher nicht zu den Deckungsmitteln gerechnet werden. Anlagen in die Deckungsproportion mit einzubeziehen ist nicht üblich. Im Notfalle sind aber auch sie liquidierbar, dann aber stellt die Liquidation einen Eingriff in den Betriebsprozeß dar und führt zu einer Verringerung der Produktionskraft. Die Liquiditätspolitik muß aber auf den Fortbestand der Unternehmung abgestellt werden. — Die sich durch die Abschreibungen ergebende allmähliche Liquidation der Anlagen findet — soweit die Abschreibungsbeträge kurz vor ihrem Rückfluß in die Unternehmung stehen — bereits in den Debitoren ihre Berücksichtigung, weshalb sie einer besonderen Beachtung nicht mehr bedürfen. Es wäre allerdings zu überlegen, ob die in den Debitoren enthaltenen Abschreibungen überhaupt in die Deckungsproportion einzubeziehen sind, da sie ja normalerweise nicht der Schuldentilgung, sondern dem Anlagenersatz dienen und deshalb grundsätzlich nicht zur Rückzahlung von Verpflichtungen verwendet werden dürfen, die auf Grund von Anschaffungen für das Umsatzvermögen entstanden sind. Allein, unter den Kreditoren befinden sich auch Schulden, die aus laufendem Anlagenersatz stammen und die aus den Abschreibungen bezahlt werden müssen. Aus diesem Grunde gehören sie ohne weiteres in die Deckungsproportion.

Die verschiedenartige Beurteilung der einzelnen Vermögensteile vom Standpunkt der Liquidierbarkeit kann durch verschiedene Liquiditätsstufen zum Ausdruck gebracht werden. Danach könnte die Rangordnung der Industrieliquidität etwa folgendermaßen beschaffen sein: [7])

Liquidität 1. Ordnung Deckungsmittel: Bargeld und Bankguthaben (Barliquidität),

Liquidität 2. Ordnung Deckungsmittel: Deckungsmittel 1. Ordnung zuzüglich Wechsel, Wertpapiere, Debitoren (Liquidität der Geldwerte),

Liquidität 3. Ordnung: Deckungsmittel: 1. und 2. Ordnung einschl. Fertigfabrikaten und Rohstoffen (Liquidität des Umsatzvermögens).

---

[6]) H. Nicklisch, Wirtschaftliche Betriebslehre, 7. Aufl., Stuttgart 1932, S. 459.

[7]) In allen Fällen sind als passivische Bezugsgröße die kurzfristigen Verbindlichkeiten zu betrachten.

Wir sind infolge Raummangels gezwungen, auf die Darstellung der Barliquidität zu verzichten und müssen uns auf die Liquidität der Geldwerte beschränken. Die Liquidität des Umsatzvermögens kann aus soeben dargelegten Gründen nicht mit Bestimmtheit ermittelt werden.

Als Schulden im Sinne der Liquidität betrachten wir nur die kurzfristigen Verbindlichkeiten der Unternehmung. Zu diesen gehören:

Warenkredite, Bankschulden, Akzepte, rückständige Dividenden, ausgeloste Obligationen, Steuerschulden; ferner antizipative Passiva, die Zahlungsverpflichtungen enthalten, wie Löhne, Zinsen etc.

Anzahlungen der Kunden stellen keine Verpflichtung zur Zahlung, sondern zur Warenlieferung dar und wären eigentlich als Korrekturposten der Vorräte oder flüssigen Mittel zu behandeln. Da man aber nicht feststellen kann, ob sie noch in flüssiger Form vorhanden sind oder bereits die Gestalt von Vorräten angenommen haben, muß man den Versuch, sie auf der Aktivseite abzusetzen, aufgeben. — Spareinlagen der Werksangehörigen, sowie Spezialfonds gehören nicht in diese Gruppe, sondern zum langfristigen Fremdkapital, soweit sie nicht überhaupt aus dem Unternehmungsvermögen auszuscheiden sind. — Eine besondere Stellung nimmt der Gewinn ein, und zwar nur in der Höhe, wie er zur effektiven Auszahlung gelangen soll. Hier erhebt sich nämlich die Frage, ob der zur Ausschüttung bestimmte Gewinn zu den kurzfälligen Verbindlichkeiten zu rechnen ist. Für diese Meinung spricht der Umstand, daß durch die Gewinnausschüttung flüssige Mittel der Unternehmung entzogen werden, und daß der Aktionär auf den durch Gesellschafterbeschluß zur Verteilung gebrachten Reingewinn nach § 213 HGB einen klagbaren Anspruch besitzt. Gegen diese Auffassung gibt es folgendes zu sagen: Bis zum Zeitpunkt der Gewinnausschüttung ist ein beträchtlicher Teil des Gewinnes, oft bis zu seiner Hälfte, bereits wieder erwirtschaftet, sodaß nur ein geringer Bruchteil der im Jahresabschluß ausgewiesenen Deckungsmittel für die Gewinnzahlung in Frage kommt. Freilich kann auch die entgegengesetzte Entwicklung eintreten und im neuen Jahre Verluste statt Gewinnen entstehen. Eine Untersuchung jedoch, die die Liquidität am Bilanzstichtag zu prüfen hat, braucht den Gewinn, der erst in einem Viertel- oder halben Jahr nach diesem Termin ausgezahlt wird, nicht zu berücksichtigen. Man könnte sich schließlich auch noch drauf berufen, daß Gewinne vor der Verteilung nicht den unabdingbaren Charakter des Fremdkapitals besitzen, sondern im Falle einer illiquiden Situation der Unternehmung nicht zur Ausschüttung vorgeschlagen zu werden brauchen. Wir rechnen sie daher nicht zum kurzfristigen Fremdkapital. Wenn sie dennoch als eigene Position aufgeführt werden, so aus anderen, später zu erörternden Gründen.

b) Der Saldo zwischen den Deckungsmitteln und den kurzfristigen Verbindlichkeiten.

Mit Hilfe der Deckungsproportion läßt sich nur die Unternehmungsliquidität ermitteln. Sie gibt zwar Aufschluß darüber, wieviel liquide Mittel zur Befriedigung der Gläubiger bereitgehalten werden, zeigt aber nicht, wie dem Betrieb für den Ablauf seiner gesamten Wirtschaftstätigkeit die nötigen Mittel fortgesetzt zur Verfügung stehen. Es muß nun nach einem Verfahren gesucht werden, mit dessen Hilfe man die Betriebsliquidität feststellen kann. Le Coutre [8]) verweist hierbei auf die Erfolgsrechnung. Leider ist dieser Weg bei dem gegebenen Material nicht gangbar, da die Erfolgsrechnungen der Vergangenheit infolge ihrer Verstümmelung für derartige Aufschlüsse völlig ungeeignet waren. So ist man wiederum auf die Bilanz angewiesen. Hier finden sich aber in der Tat gewisse Fingerzeige für die Beurteilung der Betriebsliquidität. Man braucht dabei nur von folgenden Ueberlegungen auszugehen: Die Deckungsmittel der Unternehmung sind zerlegt zu denken in zwei Gruppen, von denen die eine die Aufgabe hat, die Verpflichtungen der Passivseite zu decken, während der verbleibende Teil für Kostenzahlungen aus dem Produktionsprozeß zur Verfügung steht, soweit sie in der Bilanz noch nicht berücksichtigt sind. Hierunter gehören Aufwendungen für Löhne und Unkosten, wogegen Material- und Rohstoffkosten bereits aus dem ersten Fonds finanziert werden, da ihr Gegenwert in den Kreditoren steckt. Die quantitative Zerlegung der Deckungsmittel ist nun in der Weise vorzunehmen, daß die erste Gruppe sich auf den Betrag der kurzfristigen Verbindlichkeiten beläuft, also eine hundertprozentige Deckung bietet, während die zweite Gruppe durch den Rest gebildet wird. — Aehnliche Gedankengänge finden sich in der amerikanischen Literatur,[9]) wo der Saldo zwischen den Deckungsmitteln und den kurzfristigen Verbindlichkeiten als „working capital", also als arbeitendes Kapital, bezeichnet wird. Allein zwischen ihrer und der hier vertretenen Auffassung besteht der Unterschied, daß die Amerikaner das gesamte Umlaufsvermögen, also auch die Vorräte, in die Deckungsmittel einbeziehen, während unsere Rechnung nach der Formel vorzunehmen ist:

(flüssige Mittel + Debitoren) ./. kurzfristige Verbindlichkeiten.

Ihre Meinung, als stelle die erste Gruppe der Deckungsmittel „neutralisiertes" Kapital dar, das im Umlaufsprozeß der Vermögensteile keine Arbeit leistet, weil es durch seine Bindung an die bilanzmäßigen Schulden gleichsam seine Spannung verliert,[10]) ist nicht aufrecht zu halten, da wir soeben gesehen haben, in welcher Weise es an der Rohstoffinanzierung beteiligt ist. Die amerikanische Auffassung kann nur für den Fall Geltung haben, daß unter den Ver-

---

[8]) le Coutre, a. a. O., S. 283.
[9]) Schmaltz, Bilanz- und Betriebsanalyse in Amerika, Stuttgart 1927, S. 186.
[10]) Schmaltz, a. a. O., S. 187.

bindlichkeiten ausschließlich reine Finanzschulden enthalten sind, deren Gegenwert in betriebsfremde Nutzung gegeben wurde.

Zur Ermittlung der eigentlichen Betriebsliquidität nach dieser Methode fehlen aber noch als Bezugsgrößen der laufende Aufwand und die Erlöse, weswegen sie nicht viel mehr als ein Behelfsmittel sein kann.

c) Die Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.

Schmaltz weist in einer Untersuchung nach,[11]) daß jede Aenderung in der Umsatzgeschwindigkeit des Kapitals sich im Vermögensaufbau der Unternehmung bemerkbar macht. Aus diesem Grunde ist sie auch in unserem Zusammenhang von Bedeutung, als wichtiger Faktor in der Beurteilung der Liquidität, deren qualitative Bewertung dadurch in gewissem Umfange überhaupt erst ermöglicht wird. Sie ist darzustellen an Hand der Formel:

$$\frac{\text{Umsatz}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Die Umschlagsgeschwindigkeit des Kapitals stellt unter den Liquiditätsrechnungen nur eine Ergänzungsgröße dar, mit der die anderen Ergebnisse gewissermaßen erst „gewogen" werden müssen. Sie ist bedeutsam insbesondere dadurch, daß sie einen Anhaltspunkt gibt für die Geschwindigkeit des Wertstromes bei seinem Lauf durch die Unternehmung.

d) Die Bewegungen der Einzelwerte.

Alle Substanzveränderungen entstehen durch Dispositionen über flüssige Bestände, berühren also unmittelbar die Liquidität. Denn entweder kommen sie durch den Aufwand von flüssigen Mitteln zustande (Substanzerweiterungen und Kapitalrückzahlungen), oder sie schlagen sich als Zugänge bei ihnen nieder (Abbau der Substanz und Kapitalaufnahme). Das erklärt sich daraus, daß über Vermögens- und Kapitalwerte nur in Form des Geldes verfügt werden kann, da Kapital nur in seinem flüssigsten Zustande mobilisierbar ist. Die Bewegungen der Einzelwerte zeigen also die Stellen an, nach denen die flüssigen Mittel geströmt sind, bzw. aus denen sie stammen und gestatten darüber hinaus Rückschlüsse über die Kapitaldisposition. Aus diesem Grunde soll ihnen in dieser Arbeit ein größerer Platz eingeräumt werden. — Die zahlenmäßige Darstellung beschränkt sich im wesentlichen auf die Wiedergabe der absoluten Beträge und ihrer indexmäßigen Umrechnung. Dort, wo die rechnungsmäßigen Ausweise keine tieferen Zusammenhänge aufzudecken vermögen, werden sie ergänzt durch theoretische Ueberlegungen, wie insbesondere im Falle der Abschreibung.

---

[11]) Schmaltz, Betriebsanalyse, Stuttgart 1929, S. 197.

e) Kapitalverwendungsrechnung.

Die Analyse soll ihren Abschluß finden in einer Rechnung, die das Zusammenspiel der Liquiditätsänderungsfaktoren in Vermögen und Kapital zur Anschauung bringt. Unter Zugrundelegung der weiter oben unternommenen Bilanzgliederung werden in einer Aufstellung die jährlichen Veränderungen (also lediglich die Zu- und Abnahmen) der einzelnen Posten dargestellt. Weil diese Beträge aus Saldierungen von Bilanzpositionen stammen, muß die Vermögens- und Kapitalseite eine Gleichung bilden. Diese Gegenüberstellung gibt nun gewisse Anhaltspunkte für die Kapitaldispositionen des Unternehmers. Sie zeigt die Zu- und Abgänge auf der Kapitalseite sowie die Veränderungen des Vermögens und insbesondere ersieht man aus ihr, in welcher Weise die Verwendung des Kapitals sich auswirkt auf die flüssigen Mittel. Die Geldwertbestände registrieren nämlich jede Bewegung der Unternehmungswerte, da alle Kapitaldispositionen den Weg über die Geldform nehmen müssen, Durch diese Eigenschaft bilden die Schwankungen der Geldbestände eine besonders aufschlußreiche Größe bei jeder Betriebsanalyse und stellen ein bedeutsames konjunktursymptomatisches Datum dar.

3. Grenzen der bilanzmäßigen Liquiditätsanalyse.

Es wurde bereits zu Beginn dieses Kapitels betont, daß für den Außenstehenden die wirkliche Liquidität nicht feststellbar ist, und daß er mit der scheinbaren vorlieb nehmen muß. Das liegt daran, daß die Bilanzen in vieler Hinsicht unvollständig und ihre Angaben oft irreführend sind. Es ist daher erforderlich, auf die Gefahren hinzuweisen, die bei Liquiditätsanalysen auf Grund von Bilanzuntersuchungen entstehen, und die leicht zu Fehlschlüssen führen.

(1) Die Jahresabschlüsse der industriellen Unternehmungen sind nicht unter dem Gesichtspunkt der Zahlungsbereitschaft aufgestellt. Infolgedessen sind weder die Vermögensteile nach dem Flüssigkeitsgrad und die Außenstände nach ihrer Fälligkeit, noch die Schulden nach ihrer Dringlichkeit geordnet. Wenn daher die Verbindlichkeiten alle sofort fällig und die Außenstände durchweg langfristig sind, so muß aus der einfachen Gegenüberstellung beider Posten ohne Angabe der Fälligkeit ein völlig falscher Eindruck entstehen. — Auf einen weiteren Umstand weist Leitner hin: Er macht darauf aufmerksam, daß aus den Bilanzen die eigentlichen finanziellen Reserven der Unternehmung nicht zu entnehmen sind.[12]) So in dem Falle, wenn ein Bankkredit noch nicht in voller Höhe beansprucht wurde und ein Restbetrag weiterhin zur Verfügung bleibt. Zu den finanziellen Reserven gehören alle Möglichkeiten der Mittelbe-

[12]) Leitner, Bilanztechnik und Bilanzkritik, 8. u. 9. Aufl., Berlin 1929, S. 259 u. 265.

schaffung, wie die zur Kapitalerhöhung und Kreditaufnahme, aber auch Nachschußpflichten und Dividendengarantien. Sie alle sind aus den Bilanzen nicht ersichtlich.

(2) Die Bilanz ist eine Zeitpunkt-, nicht eine Zeitraumrechnung. Es entsteht daher die Frage, inwieweit die Darstellung der Liquiditätsverhältnisse in einem bestimmten Zeitpunkt ein richtiges Bild der normalen Vermögenslage vermittelt. In Anbetracht dessen, daß die Bestände an flüssigen Mitteln im Laufe des Jahres sich fortwährend verändern, müßte die Bilanz für einen Zeitpunkt aufgestellt werden, an dem sie die Ansprüche, die normalerweise an die Unternehmung gestellt werden, am deutlichsten zeigt. Wenn daher der Bilanzstichtag in der toten Saison liegt — und er wird meistens absichtlich in diese Zeit verlegt — so zeigt sich die Vermögenslage in einem viel zu günstigen Licht. Die Erlöse aus den Saisonumsätzen sind eingegangen und blähen die Bestände der flüssigen Mittel in ungewöhnlichem Umfange auf. Aber auch der Umstand, daß die uns zugänglichen Bilanzen Jahresabschlüsse darstellen, also den gesamten Gewinn enthalten, führt zu einer zu günstigen Beurteilung der finanziellen Situation der Unternehmung. Wollte man die Liquiditätsverhältnisse, wie sie sich im Laufe des Jahres ergeben, auf Grund der Bilanz ermitteln, so wäre — um den im Jahresdurchschnitt mitarbeitenden Betrag zu erhalten — die Hälfte des Gewinnes von den Deckungsmitteln abzusetzen. Le Coutre geht allerdings so weit, den Abzug des gesamten Gewinnes zu fordern.[13]) Er berücksichtigt anscheinend nicht, daß der Gewinn schon im Laufe des Jahres eingeht und notfalls zur Abdeckung von Zahlungsverpflichtungen herangezogen werden kann.

(3) Besondere Probleme ergeben sich für die Liquiditätsuntersuchung aus der Bewertung der Bilanzpositionen. Auf den ersten Blick scheint kein Zusammenhang zwischen Bewertungsfragen und der Beurteilung der Unternehmungsliquidität zu bestehen, da Geldwerte im allgemeinen nicht bewertet, sondern mit ihren nominellen Beträgen eingesetzt werden. Das ist zwar bei den Verbindlichkeiten und Zahlungsmitteln der Fall, dagegen schon nicht mehr bei Wertpapieren und Debitoren. Da bei der Bewertung von Wertpapieren das Niederstwertprinzip Anwendung findet, können in diesem Posten oft erhebliche stille Reserven enthalten sein. Bei den Debitoren ist dies nur dann der Fall, wenn Delkredererückstellungen sich als zu hoch bemessen herausstellen. Sehr oft trifft aber das Gegenteil zu, daß nämlich Forderungen noch in alter Höhe weitergeführt werden, obgleich sie schon längst als uneinbringlich abzuschreiben wären. — Grundsätzlich interessieren vom Standpunkt der Liquidität sämtliche Vermögensteile der Unternehmung, nicht nur allein die Geldwerte, sondern auch die Positionen der Sachwerte, weil auch deren Bestände im Verlauf des Umsatzprozesses liquidiert werden. Es ist daher nicht gleichgültig, wie die Realwertbestände bewertet sind. Für die Vorräte wäre die geeignetste Be-

[13]) le Coutre, a. a. O., S. 38.

wertungsgrundlage — wohlverstanden vom Standpunkt der Liquidität — der Verkaufswert, denn er allein gibt an, wieviel Zahlungsmittel einmal in der Kasse eingehen werden. Der Verkaufswert stellt jedoch einen Zukunftswert dar, und entspricht nicht dem Realisationsprinzip. Allein, der Tagesbeschaffungswert des Bilanzstichtages ist ebenfalls verwendbar, nur, daß er durch einen Gewinnaufschlag zu ergänzen wäre. Alle anderen Bilanzwerte geben ein falsches Bild. Liegen sie über dem Tageswert, so täuschen sie Werte vor, die nicht in dieser Höhe realisierbar sind, befinden sie sich darunter, so liegen in ihnen stille Reserven verborgen. Für die Beurteilung des Verflüssigungsprozesses der Anlagen gilt gleichfalls der Tagesbeschaffungswert, da Abschreibungsbeträge, die nach ihm festgesetzt werden, am ehesten die Aussicht haben, vom Markt vergütet zu werden.

(4) Aus der Diskontinuität der Bilanzierungsmethoden und durch die Veränderlichkeit des in der Unternehmung arbeitenden Kapitals, ergeben sich für die Liquiditätsanalyse viele Schwierigkeiten, die vor allem den Erkenntniswert eines Periodenvergleichs erheblich herabmindern. — Was die Bilanzierungsmethoden anbetrifft, so können sich diese hinsichtlich Bewertung, Postenbezeichnung und Ausführlichkeit im Laufe der Zeit ändern. So werden die Vermögensteile bei Legung und Auflösung stiller Reserven verschieden hoch bewertet oder bei der Bilanzierung überhaupt neue Bewertungsprinzipien angewendet. — Bei einem Wechsel in der Postenbezeichnung besteht die Gefahr, daß Beträge, die man bislang in die Deckungsproportion einbezog, herausgenommen werden, obwohl sie auch weiterhin dazu gehören, sodaß man nunmehr Posten für flüssige Mittel oder Verbindlichkeiten ansieht, die es in Wirklichkeit gar nicht sind. — Auch durch den Uebergang von einer wenig ausführlichen zu einer eingehenden Darstellung der Vermögenslage wird die Liquiditätsuntersuchung berührt, denn durch sie wird erst die Zusammensetzung aller Sammelposten deutlich und ihre Zugehörigkeit zu bestimmten Bilanzgruppen feststellbar. Das führt zu einer völligen Umgruppierung der einzelnen Positionen. So ist durch Einführung des Bilanzschemas der Aktienrechtsnovelle vom September 1931 die Kontinuität der Bilanzierung zu Gunsten des Ausführlichkeitsprinzips unterbrochen worden. — Ein Periodenvergleich der Liquiditätsverhältnisse über längere Zeiträume hinweg wird ganz besonders erschwert durch finanzielle Eingriffe in das Unternehmungskapital; also durch Emissionen, Bankkredite, Fusionen und Sanierungen. Durch diese Transaktionen wird die normale Liquiditätsentwicklung gestört. Es läßt sich allerdings feststellen, daß die Dynamik der Wirtschaft sich auch in der neuen Lage durchsetzt und die Kapitalien in diejenige Richtung leitet, die ihnen aus der Konstellation des Zinssatzes und der Gewinnspanne vorgeschrieben wird, doch eine vorübergehende hohe Liquidität im Anschluß an die Aufnahme von Kapital kann sie nicht verhindern. Wenn die Finanzierungstechnik es erlauben würde, die Mittelbeschaffffung in einem stetig fließenden

Strom vorzunehmen und sie auf das Investierungstempo genau abzustimmen, so würde die aus der dynamischen Entwicklung nicht erklärbare hohe Liquidität im Aufschwung auch bei solchen Firmen nicht auftreten, die ihre Kapitalbasis gerade erweitert haben.[14]) — Man könnte hier an die Ausarbeitung eines Verfahrens denken, zur Ausschaltung der Emissionsreste aus den Geldbeständen (vgl. S. 78).

(5) Schließlich ist hier noch auf gewisse Gefahren hinzuweisen, die sich bei jeder Bilanzbetrachtung ergeben. Erstens stimmt in manchen Fällen die Postenbezeichnung mit ihrem Inhalt nicht überein. Das war in der Vergangenheit insbesondere auf der Passivseite zu beobachten, wo Beträge als Kreditoren und Delkredererückstellungen ausgewiesen wurden, die in Wirklichkeit Eigenkapital waren und versteckte Reserven darstellten. Ferner sind Korrekturposten auf beiden Seiten der Bilanz abzusetzen und durchlaufende Posten in die Vorspalte einzutragen, wobei sich öfters Schwierigkeiten ergeben, wie im Falle von Wertberichtigungsposten, bei denen man nicht weiß, auf welche Vermögensteile sie sich beziehen, oder bei Kautionseffekten, die auf der Aktivseite mit einem anderen Betrage figurieren als unter den Passiva. Endlich ist noch auf die Frisur der Bilanzen hinzuweisen, durch die Liquiditätsverbesserungen am Bilanzstichtage vorgetäuscht werden sollen. Für derartige Manipulationen ist insbesondere innerhalb von Konzernen, deren Gesellschaften an verschiedenen Stichtagen Bilanz ziehen, reichlich Gelegenheit gegeben. Kurz vor dem Abschlußtag der Muttergesellschaft können große Verkäufe an die Tochterfirma getätigt werden, wodurch die eigenen Vorräte ermäßigt und Debitoren oder Wechsel erhöht erscheinen. Zum Bilanztermin der Tochtergesellschaft werden sie wieder an die Mutterfirma zurückübertragen. Aehnliche Verschiebungen können auch mit faulen Debitoren durchgeführt werden. Aber die Abschreibungstermine brauchen nicht einmal auseinanderzufallen, es genügt schon, wenn eine der Gesellschaften eine G. m. b. H. ist, für deren Bilanz eine Publizitätspflicht nicht besteht. — An dieser Stelle ist zu bemerken, daß die Bilanzen von Firmen mit weiten Konzernverflechtungen besonders undurchsichtig im Hinblick auf ihre Liquidität sind und daher zu einer wirklich erschöpfenden Beurteilung ihrer Situation eine vollständige Konzernbilanz vorliegen müßte.

Zum Schluß dieses Abschnittes müssen wir uns noch die Frage vorlegen, ob die Bilanzen überhaupt ein richtiges Bild von der konjunkturellen Lage der Unternehmung vermitteln und Schlußfolgerungen auf Bewegungen innerhalb der Gesamtwirt-

---

[14]) Theoretisch muß im Aufschwung eine zunehmende Verschlechterung der Liquidität eintreten. Diese Entwicklung wird bei Firmen, die aus Emissionen große Beträge flüssiger Mittel erhalten haben, durch eine vorübergehend hohe Liquidität überdeckt. Diese große Flüssigkeit ist die Folge der stoßweisen Aufnahme hoher Kapitalsummen, die nur allmählich investiert werden können. Bei einer anders gearteten Finanzierungstechnik würde diese gegen die Regel verstoßende Ueberliquidität in der Hochkonjunktur nicht entstehen.

schaft zulassen. Hier genügt ein Hinweis auf die Arbeit von Schmidt: „Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler!" (Z. f. B., 1927, 2. Sonderheft), in der er den Nachweis erbringt, daß infolge der Anschaffungswertrechnung der Praxis sich zwischen die wirkliche Marktlage und die Bilanzrechnung der „Rechenfehler" schiebt. Bilanzen vermitteln deshalb nur einen ungenauen Eindruck von der Konstellation der Märkte. Ihre Berichterstattung hinkt um die Dauer eines Umsatzprozesses hinter den eigentlichen Ereignissen her. — Daß durch den Rechenfehler auch die Liquidität der Unternehmung beeinflußt wird, soll späterhin gezeigt werden.

II. Darstellung der Liquiditätsverhältnisse im Konjunkturverlauf.

1. Umfang der Untersuchung.

a) In sachlicher Hinsicht.

Die Untersuchung beschränkt sich auf Unternehmungen der industriellen Produktion. Betriebe des Handels, des Verkehrs und der Banken sind davon ausgeschlossen. Es werden also Unternehmungen mit gewissen gemeinsamen Merkmalen der Analyse unterzogen. Diese Gemeinsamkeit besteht im Hinblick auf die Vermögenszusammensetzung und den Umsatzprozeß. Die Eigenart des Vermögensaufbaus industrieller Betriebe besteht in dem vorwiegenden Realwertcharakter ihrer Vermögensteile. Große Kapitalbeträge müssen für längere Zeit in sehr illiquide Vermögensformen überführt werden (Anlagevermögen), während andere nur für die Dauer eines Umsatzprozesses die Güterform annehmen (Vorräte). — Diese Kriterien treffen allerdings auch für Verkehrsbetriebe zu — deren Umsatzprozeß jedoch nicht durch den für Industriebetriebe typischen Fabrikationsgang bestimmt wird — und nur zu oft auch für Handelsunternehmen (Warenhauskonzerne mit eigenen Produktionsstätten). Andererseits begegnet man Industriefirmen, die neben der eigentlichen Fertigung auch ausgesprochenen Handel betreiben oder gar Großunternehmen, die gleichzeitig Produktions-, Verkehrs-, Handels- und Bankbetriebe in einem vereinigen. Hier muß dann die Zuteilung zu der einen oder anderen Gruppe nach dem Schwergewicht der Betätigung vorgenommen werden.[15]) — Es wurden auch einige Firmen untersucht, die ursprünglich selber produzierten, bei Zusammenschlüssen mit anderen Unternehmungen jedoch ihre Produktionsstätten gegen Beteiligungen abtraten und weiter bestehen blieben als Holding-Gesellschaften. Bei ihnen treten ganz besondere Probleme der Liquidität auf. Die Unternehmungsliquidität wird vornehmlich maßgebend, während die Betriebsliquidität daneben zurücktritt. Die Liquidität der Holdingfirma ist in

[15]) Es zeigt sich an diesem Beispiel, daß die alte Einteilungsmethode der Unternehmungen in Betriebe des Handels, Verkehrs, der Industrie und der Banken den neuzeitigen Verhältnissen nicht mehr gerecht wird. Neue Einteilungsgrundsätze finden sich in der Lehre von den Grundfunktionen der Unternehmung (vgl. Henzel, Erfassung und Verrechnung der Gemeinkosten in der Unternehmung. Berlin 1931, S. 36 ff.)

hohem Maße abhängig von derjenigen der Produktionsgesellschaft. Ihre flüssigen Mittel haben einen transitorischen Charakter, sie gehen bei Dividendenzahlungen der Beteiligungsfirmen ein und fließen bei der eigenen Gewinnausschüttung sofort wieder ab; im Laufe des Jahres brauchen sie nur in ganz kleinen Mengen für eventuelle Kostenzahlungen vorhanden zu sein.

Der Untersuchung liegen nur Bilanzen von Aktiengesellschaften zugrunde. Dadurch ist von vornherein eine unfreiwillige Auswahl in Richtung der Großbetriebsform getroffen. Der Grund hierfür ist darin zu suchen, daß nur die Abschlüsse von Aktiengesellschaften veröffentlicht werden und die Bilanzen kleinerer Fertigungsbetriebe, die meist in der Form der OHG. oder G. m. b. H. betrieben werden, für Außenstehende nicht zugänglich sind. Damit ist aber nicht gesagt, daß die Zusammenhänge, die bei den Liquiditätsverhältnissen von Aktiengesellschaften aufgedeckt werden, nicht auch entsprechende Gültigkeit besitzen sollten für die Klein- und Mittelbetriebe. Der Vermögensaufbau ist dort im wesentlichen derselbe, wenn auch bei den Großbetrieben die Anlagen einen relativ größeren Anteil am Vermögen haben und infolgedessen das Problem der Abschreibung bei ihnen stärker im Vordergrund steht. Ein bedeutsamer Unterschied besteht allerdings auf dem Gebiete der Finanzierung. Hier stehen der Aktiengesellschaft mehr Möglichkeiten zur Mittelbeschaffung offen als den anderen Unternehmungsformen. Dadurch ist sie bei Betriebserweiterungen nicht allein auf Selbstfinanzierung angewiesen, sondern imstande, ihr Expansionstempo mit Hilfe des Kapitalmarktes zu beschleunigen. Hieraus ergeben sich im Konjunkturverlauf besonders heftige Veränderungen in den Liquiditätsverhältnissen der AG. und sehr oft eine starke Abhängigkeit ihrer Liquiditätsentwicklung von der Finanzierungsform. Aber grundsätzlich neue Probleme, die nur allein für die AG. Gültigkeit besitzen sollten, tauchen dabei nicht auf. — Die Bilanzierungsmethoden sind bei allen Unternehmungsformen annähernd die gleichen, da die Unternehmer auch als Einzelkaufleute und Handelsgesellschaften die Vorschriften des § 40 HGB. so anwenden, daß sie mit denen des § 261 übereinstimmen. Von der Bilanzrechnung können Unterschiedlichkeiten in den Liquiditätsangelegenheiten der verschiedenen Unternehmungsformen demnach auch nicht herrühren. — Es dürfen daher die Untersuchungsergebnisse der AG. als durchaus repräsentativ für alle Unternehmungsformen der Industrie angesehen werden.

Die Grundlage der Untersuchung bilden die Bilanzen von 50 Aktiengesellschaften der verschiedensten Geschäftszweige, sowohl aus der Produktionsmittel- wie aus der Konsumgüterindustrie. Der leitende Gesichtspunkt bei der Auswahl der Firmen war in erster Linie die Frage nach ihrer repräsentativen Bedeutung für die Branche. Da innerhalb jeder Gruppe infolge Raummangels nur eine beschränkte Zahl von Firmen überhaupt in Betracht kam, mußte in jedem Falle geprüft werden, ob die herangezogenen Gesellschaften die typischen Verhältnisse ihres Geschäftszweiges wiedergeben.

Es wurde aber auch darauf geachtet, daß nicht allein die bekanntesten und größten Unternehmen ihres Geschäftszweiges angeführt wurden, sondern daneben auch mittlere Betriebe. — Unternehmungen, die im Verlauf der Untersuchungsperiode durch die Fusion mehrerer Firmen entstanden sind (wie z. B. die I. G. Farbenindustrie AG. und die Vereinigten Stahlwerke) mußten unberücksichtigt bleiben, weil ein Periodenvergleich, der sich gleichzeitig auf die zahlreichen Gründungsgesellschaften erstrecken müßte, zu weitläufig wäre und die Kontinuität der Entwicklung durch die Fusion einen Bruch erfahren hat. — Wie bei allen Bilanzstudien, die sich über längere Zeiträume erstrecken, so war auch hier das Feld, innerhalb dessen eine Auswahl stattfinden konnte, auf die für den Untersuchungszeitraum lückenlos vorhandenen Unterlagen beschränkt.

Die Aufgliederung des Materials ist in der Weise erfolgt, daß das gesamte Arbeitsgebiet der Industrie in 7 Hauptgruppen aufgeteilt wurde, und zwar in die Gruppen [16]):

I. Bergbau-, Eisen- und Metallgewinnung;
II. Maschinenbau, Elektrotechnik, Optik und Feinmechanik;
III. Eisen-, Blech- und Metallwaren;
IV. Steine und Erden, Holz-, Glas- und keramische Industrie;
V. Chemie, Papier- und papierverarbeitende Industrie;
VI. Leder, Textilien und Bekleidung;
VII. Nahrungsmittelindustrie.

Die Zusammenfassung der Firmen nach Branchen erfolgte nicht allein um der Uebersichtlichkeit willen, sondern vor allem aus einem anderen Grunde. Wenn Zusammenhänge zwischen der Industriekonjunktur und den Liquiditätsverhältnissen von Einzelunternehmungen untersucht werden sollen, so ist zunächst zu prüfen, ob überhaupt eine unmittelbare Beziehung zwischen der Industriekonjunktur — einem Gebilde, das eine ausgesprochene Totalkonjunktur ist,[17]) — und dem Betriebsleben besteht. Die Unmittelbarkeit ist zu verneinen, denn die Unternehmung ist zunächst den Bewegungen ihres eigenen Marktes unterworfen, deren Häufigkeit und Dauer, aber auch deren zeitliches Auftreten von dem der totalen Industriekonjunktur sehr verschieden sein kann. Um daher den Zusammenhang von Marktbewegung und Betriebswirtschaft zu finden, darf man nicht die Gesamtheit der Unternehmungen der Totalkonjunktur der industriellen Märkte gegenüberstellen, sondern es müssen zu diesem Zweck jene in Branchen und diese in partielle Konjunkturen zerlegt werden.

---

[16]) Diese Einteilung entspricht der fachlichen Gliederung der Reichsgruppe „Industrie" im Gesetz zur Vorbereitung des organischen Aufbaus der deutschen Wirtschaft vom Mai 1934. Die Zuteilung der Firmen zu den einzelnen Gruppen durch den Reichswirtschaftsminister konnte nicht abgewartet werden. Es ist daher sehr wahrscheinlich, daß einzelne Unternehmungen, insbesondere innerhalb der ersten drei Branchen, in Wirklichkeit eine andere Gruppenzugehörigkeit besitzen, als ihnen hier zugedacht wurde.

[17]) F. Schmidt, Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, Berlin 1933, S. 15.

b) Der Umfang der Untersuchung in zeitlicher Hinsicht.

Die Untersuchung umspannt zwei Zeitabschnitte, von denen der erste 10 Jahre und der zweite 9 Jahre umfaßt. Der erste liegt in der Vorkriegszeit und betrifft die Jahre 1904—1913. Der zweite beginnt 1924 und erstreckt sich bis zum Jahre 1932. Der dazwischenliegende Zeitraum der Kriegswirtschaft und Inflation mußte übergangen werden, weil die heftigen Wertänderungen, von denen jene Zeit heimgesucht wurde, infolge der Anschaffungswertrechnung der Unternehmer, den Erkenntniswert der Bilanzen praktisch auf Null herabsetzten.

Es hätte an sich der Themastellung vollauf entsprochen, wenn die Untersuchung sich mit der Darstellung eines einzigen Konjunkturzyklus, angefangen mit einem Jahr der Hochspannung und bei einem solchen wieder endend, begnügen würde. Doch dieses Vorgehen birgt Gefahren. Die Wahl würde vorzugsweise auf eine Zeitspanne fallen, deren Marktverlagerungen dem idealtypischen Ablauf der Konjunktur am ehesten entsprechen. Man würde also auf die Jahre der Vorkriegszeit zurückgreifen in der Hoffnung, daß das Bewegungsspiel der — sicherlich seiner Zeit in hohem Grade verwirklichten — freien Marktwirtschaft, am reinsten die wirtschaftlichen Reaktionserscheinungen widerspiegelt. Inzwischen hat aber die Entwicklung zu fortschreitenden Bindungen innerhalb der Wirtschaft geführt.[18]) Mit der Analyse einer Vorkriegskonjunktur könnten deshalb nur Ergebnisse gewonnen werden, die zeitlich bedingt und an gewisse Voraussetzungen gebunden sind, nämlich an eine Wirtschaft mit relativ schwachen Reaktionshemmungen und geringen Wertschwankungen. Aber auch die sachliche Ausbeute einer solchen Untersuchung wäre nicht voll befriedigend. Denn in jeder neuen Konjunktur treten die Bewegungsfaktoren der Wirtschaft in einer neuen Konstellation auf, somit eine neuartige Lage und ein neues System gegenseitiger Abhängigkeiten schaffend. Die Anpassungsvorgänge und Dispositionen der Unternehmer werden daher in jeder Konjunktur ihren Charakter ändern, indem bestimmte Dispositionen stärker in den Vordergrund treten müssen und andere daneben zurückstehen. Auf diese Weise heben sich gewisse Zusammenhänge mit aller Schärfe ab und führen so zu Erkenntnissen, die unter anderen Umständen weniger deutlich geworden oder gar verborgen geblieben wären. Aus diesen Erwägungen heraus ist auch ein Abschnitt der Nachkriegszeit in die Untersuchung einbezogen worden, beginnend mit den Goldmarkeröffnungsbilanzen des Jahres 1924, als dem Anfang einer neuen Bilanzierungsepoche. — Der verschiedenartige Charakter der Nachkriegskonjunkturen erklärt sich u. a. aus den bedeutsamen Veränderungen, die sich in der Struktur

[18]) So sind nach einer Schätzung Wagemanns in der Nachkriegszeit 50% der Preise und 90% der Löhne tariflich gebunden worden. (Vgl. Wagemann, Einführung in die Konjunkturlehre, Leipzig 1930, S. 63.).

der deutschen Industriewirtschaft in den letzten zwei Jahrzehnten vollzogen haben. Sie sollen im folgenden kurz dargestellt werden.[19])

Der Zeitabschnitt von 1904—1913 fällt in eine Periode, deren Konjunktur bereits von industriellen Kräften vollständig beherrscht ist. Denn seitdem die industrielle Produktion die landwirtschaftliche überflügelt hat,[20]) bestimmt der Verlauf der Industriekonjunktur maßgeblich die Lage der Gesamtwirtschaft. Diese hervorragende Stellung erobert sich die Industrie durch eine rapide Vergrößerung ihrer Erzeugung. In der Zeit von 1860—1913 hat sich das Produktionsvolumen der deutschen Industrie mehr als versechsfacht. Die jährliche Zuwachsrate der industriellen Sachgütererzeugung beträgt in den Iahren 1860—1913 3,8%. — Bei näherer Betrachtung dieses Industriewachstums drängen sich eine ganze Reihe bekannter Zusammenhänge auf[21]):

a) Es wird ständig in größeren Betrieben produziert, d. h. der Konzentrationsgrad der deutschen Industrie nimmt zu.
b) Die Produktion wird in wachsendem Maße kapitalintensiver.
c) Im Zusammenhang mit der Intensivierung des Arbeitsprozesses und der verbesserten technischen Ausrüstung steigt die Arbeitsproduktivität.

Ueber diese rein konstatierenden Bemerkungen hinaus ist es außerordentlich schwer, die treibenden Wachstumskräfte aufzudecken. Sie können hier nur stichwortartig angedeutet werden:

1. Ein bedeutsamer Faktor war die rasche Bevölkerungsvermehrung, die immer wieder die neuen Produktionsmengen absorbierte.
2. Sodann haben Kostenvorteile gegenüber den älteren Industrieländern, vor allem gegenüber Großbritannien, eine Rolle in der schnellen Industrieentwicklung gespielt.
3. Das zweifellos bedeutsamste Agens des industriellen Wachstums aber war die Entfaltungsmöglichkeit, die der breite nichtkapitalistische Raum innerhalb Deutschlands selbst der Industrie darbot, die nun vor der Aufgabe stand, die Durchkapitalisierung des Binnenmarktes vorzunehmen.
4. Im Zusammenhang mit der Zunahme des Warenaustauschs hat sich die Summe der jährlich zur Verfügung stehenden Geldeinkommen beträchtlich erhöht, und zwar vornehmlich zu Gunsten der höheren Einkommensklassen. Hieraus ergaben sich eine steigende Sparquote und günstige Verhältnisse auf dem Kapitalmarkt.

---

19) Vgl. hierzu R. Wagenführ, Die Industriewirtschaft, Sonderheft 31 der Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung.
20) zwischen 1880 und 1890. Ebenda, S. 7.
21) Wagenführ, a. a. O., S. 7 ff.

5. Schließlich sei hier noch auf die Außenhandelsentwicklung aufmerksam gemacht. Die Exportquote der deutschen Wirtschaft steigt von 12% im Jahre 1892 auf 20% im Jahre 1913.[22]) Und auf Grund von Indexberechnungen [23]) ergibt sich, daß in der Vorkriegszeit die industrielle Ausfuhr Deutschlands schneller anstieg als die deutsche Industrieproduktion.

Diese Angaben mögen genügen. Sie geben eine allgemeine Vorstellung von den Entwicklungstendenzen bis 1913. Inlands- und Auslandsmarkt sind in steigendem Maße aufnahmefähig, die Produktion wächst beschleunigt an, nur vorübergehend von Krisen unterbrochen, die Wachstumskrisen waren. —

In der Nachkriegszeit lassen sich wesentlich andere Strukturtendenzen nachweisen. Zunächst scheint eine gewisse Parallelität mit der industriellen Entwicklung der Vorkriegszeit auch seit 1924 fortzubestehen. Nach Ueberwindung der Stabilisierungskrisis nimmt das Produktionsvolumen sehr rasch zu und es treten auch dieselben Begleiterscheinungen auf, die in der Vorkriegszeit ein Zeichen günstiger Entwicklung waren, also Erhöhung des Konzentrationsgrades der deutschen Industrie, fortschreitende Mechanisierung des Produktionsprozesses und Steigerung der Produktion je Arbeiter (bei Berücksichtigung der Arbeitszeitverkürzung). — Die allgemeinen Bedingungen der industriellen Produktion haben sich jedoch gegenüber 1913 grundlegend gewandelt.

Einmal hat die Bevölkerungsvermehrung sich wesentlich verlangsamt.[24]) Gleichzeitig ist die Durchkapitalisierung des Binnenmarktes — wenigstens soweit die Ausbreitung der Industrie in Frage kommt — offenbar zu einem gewissen Abschluß gekommen. Die Verwissenschaftlichung von Produktion und Absatz führte zu einer Erweiterung des Verwaltungsapparates, die in einem entsprechenden Anwachsen der Angestelltenzahl zum Ausdruck kommt. Im Zusammenhang mit dem langsameren Tempo der Industrialisierung entwickelt sich auch das Volkseinkommen ungünstiger, bei dessen Schichtung die kleineren Einkommen weit stärker beteiligt sind als früher. Damit ist aber die Kraft und der Anreiz zur Kapitalbildung schwächer geworden. Die kapitalmäßige Situation der deutschen Wirtschaft und damit die Entwicklung der Zinssätze hat sich gegenüber der Vorkriegszeit außerordentlich ungünstig gestaltet. Durch Reparations- und Zinszahlungen ist die Zahlungsbilanz auf das Schwerste belastet, und schließlich entwickelt sich im Vergleich zur Vorkriegszeit die Ausfuhr sehr zu unseren

---

[22]) Wagemann, Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft, Berlin 1931, S. 141.

[23]) Wagenführ, a. a. O., S. 12.

[24]) „Vor dem Kriege nahm die Einwohnerzahl durchschnittlich um 1,5% jährlich zu. Von 1923—1929 stieg die Bevölkerungsziffer hingegen nur um 0,6% jährlich an". Vgl. R. Wagenführ, a. a. O., S. 30.

Ungunsten. In den Nachkriegsjahren ist der Auslandsabsatz des Jahres 1913 von der Industrie überhaupt noch nicht erreicht worden.[25])

Mit diesen knappen Angaben dürfte auf die wichtigsten strukturellen Aenderungen der deutschen Industriewirtschaft hingewiesen sein. Sie wären nur noch in einem einzigen Punkt zu vervollkommnen und das ist die teilweise Preisgabe der freien Marktwirtschaft, die zum Ausdruck kommt in der bereits oben gemachten Feststellung einer zunehmenden Bindung innerhalb der Nachkriegswirtschaft, sowie in der Tatsache der immer tiefer in das Getriebe der Märkte eindringenden staatlichen Intervention.

2. Der Verlauf der Industriekonjunktur.

Bei Darstellung der Konjunktur wollen wir uns im wesentlichen auf die Wiedergabe von 5 Bewegungselementen beschränken. Als Maßstab der veränderten Marktlage soll gelten:

1. die Bewegung der Mengen;
2. die Bewegung der Preise;
3. die Veränderung der Rentabilität;
4. die Entwicklung des Zinssatzes;
5. die Arbeitslosenziffern.

Die Bewegung der Mengen wird ausgedrückt durch die Indexziffer der deutschen Industrieproduktion, die für den Vorkriegsabschnitt im Sonderheft 31 der Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung berechnet und für die Jahre 1924—1932 dem konjunkturstatistischen Handbuch 1933 entnommen wurde.

Die Darstellung der Preisbewegungen erfolgt an Hand von Indices des Statistischen Reichsamts, und zwar für die Vorkriegszeit durch die Indexziffer der Industriestoffe, die Bewegung der Werte in den Nachkriegsjahren vermittels der Indexziffer für industrielle Fertigwaren.

Die Veränderung der Rentabilität ist ermittelt auf Grund der Bilanzausweise industrieller Unternehmungen in den Zusammenstellungen des Statistischen Reichsamts. Die Größe, die hier berechnet wird, ist die Rentabilität des bilanzmäßigen Eigenkapitals (d. h. also Aktienkapital plus offene Reserven und sonstiges Eigenkapital), und zwar, als Nettoziffer ausgedrückt. Das will besagen, daß die Jahresverluste erst von den Gewinnen saldiert wurden, ehe letztere zum Eigenkapital in Beziehung gesetzt werden.

Die Entwicklung des Zinssatzes wird in zwei Bewegungsreihen dargestellt. Vom Standpunkt der Unternehmung ist neben der Gestaltung des Zinsfußes für kurzfristiges Kapital auch die Lage am Markt für langfristiges Kapital von Bedeutung, denn von dort beschafft sie sich in großem Umfange die Mittel für ihre Investitionstätigkeit. Es wird daher der Zinssatz beider Märkte angeführt. Als

[25]) Wagenführ, a. a. O., S. 33.

maßgebliche Größe für kurzfristige Kredite erweist sich vor allem der Reichsbankdiskont. Nach ihm richten sich die Zinsen, die in Debitoren und Kreditoren einkalkuliert werden, sowie die Berechnung der Skonti und schließlich verändern sich parallel zu ihm die Zinsen der Bankkredite. — Der repräsentative Zinsfuß am Markt der langfristigen Kredite ist der Satz für erststellige sichere Hypotheken. Leider ist er für die Dauer des Untersuchungszeitraums nicht zu ermitteln. An seiner Stelle wird eine andere Reihe angeführt, und zwar die Rendite erstklassiger Pfandbriefe.

Die Arbeitslosenziffern sind in ihrer absoluten Höhe nur in der Nachkriegszeit erfaßt worden. Vor dem Kriege wurde lediglich der Prozentsatz der arbeitslosen Gewerkschaftsmitglieder registriert; da aber dieses Verfahren bis in die jüngste Gegenwart fortgesetzt wurde, findet man in dieser Größe gewisse Vergleichsmöglichkeiten auch für die Nachkriegsentwicklung.

a) Die Konjunktur in den Jahren 1904—1913.

Die Bewegung der Produktionsmengen.

Indexziffer der Industrieproduktion (1913 = 100)[26])

1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
77,7	79,4	84,3	82,9	78,8	81,3	88,6	96,0	98,9	100

Während des Beobachtungszeitraums nehmen die Mengen in stetig wachsendem Maße zu und erfahren nur in den Jahren 1907, 1908 und 1909 eine leichte Senkung. Im Jahre 1910 setzt bereits eine merkliche Belebung ein. Der erste Rückgang ist im Jahre 1907 zu verzeichnen.

Die Bewegung der Preise.

Die Indexziffer der Großhandelspreise für Industriestoffe.[27])

1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
77,8	79,0	87,8	97,0	86,6	83,0	84,6	85,1	96,7	100

Die Aufwärtsbewegung der Preise dauert bis 1907. Im Jahre 1908 erfolgt die erste Senkung, die im Jahre darauf ihren Tiefstand erreicht. Erst im Jahre 1913 wird der Stand von 1907 überschritten.

Ein Vergleich beider Bewegungsreihen weist auf folgende Zusammenhänge hin: Während die Mengen in den Jahren 1906—1907 bereits um 1½ Punkte zurückgehen, steigen in dem gleichen Zeitraum die Preise immer noch weiter an, und zwar um die beträchtliche Zahl von über 9 Punkten. Das ist aber ein Beweis dafür, daß die Preissteigerung nicht auf ein mengenmäßiges Wachstum der Nachfrage zurückzuführen ist, sondern auf andere Faktoren, die wahrscheinlich in der künstlichen Erweiterung der Einkommen zu suchen sind. Andererseits hält der Preisfall im Jahre 1909 noch an, weil bereits eine Mengenkonjunktur eingesetzt hat. Das wird darin seinen Grund haben, daß nun die in der Hochkonjunktur erweiterten

[26]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31, S. 58.
[27]) Stat. Jahrb. d. Deutschen Reichs, Jg. 1924—1925, S. 264.

Anlagen in Betrieb genommen werden und den Unternehmern gestatten, infolge der einsetzenden Kostendegression ihre Erzeugnisse in größeren Mengen trotz fallender Preise abzusetzen.

Die Veränderung der Rentabilität.

Jahresgewinn deutscher Aktiengesellschaften der industriellen Produktion in % des bilanzmäßigen Eigenkapitals.[28])

1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
8,10	9,62	11,8	8,35	7,03	7,82	8,08	8,14	8,70	7,99

Die Vergleichbarkeit der Reihe ist gestört durch die verschiedene Zahl der herangezogenen Gesellschaften, die für die ersten drei Jahre viel geringer ist als in den folgenden. Der scharfe Abfall im Jahre 1907 erklärt sich aus diesem Umstand. In Wirklichkeit war die Veränderung nach unten nur minimal, wie die Fortführung der Reihe nach der ersten Berechnungsmethode zeigen würde. Der tiefste Stand der Rentabilität ist 1908 erreicht, die sich alsdann aufsteigend bewegt, um 1913 wieder zu sinken.

Die Entwicklung des Zinssatzes.

Reichsbankdiskont (Jahresdurchschnitt).[29])

1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
4,22	3,82	5,15	6,03	4,76	3,92	4,35	4,34	4,95	5,89

Im Jahre 1907 erreicht der Reichsbankdiskont seinen Höhepunkt. Der höchste Satz dieses Jahres beträgt für die Monate November—Dezember 7½%. 1½ Jahre darauf hat er bereits seinen Tiefstand erreicht mit einem Satz von 3½% in den Monaten März—August, um dann im Jahre 1913 wieder auf ein hohes Niveau zu steigen.

Rendite 4%iger Pfandbriefe.[30])

1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
3,93	3,95	4,02	4,14	4,31	4,20	4,28	4,27	4,46	4,66

---

[28]) Statistisches Jahrbuch des Deutschen Reichs, 1909—15. Für 1904—1906 aus eigenen Unterlagen (die Bilanzen der 50 untersuchten Gesellschaften), da in der amtlichen Statistik die Angaben fehlen.

[29]) Statistisches Jahrbuch 1909, S. 264 und 1914, S. 294.

[30]) Die 4%igen Papiere waren auf dem Pfandbriefmarkt der Vorkriegszeit das bevorzugte Anlagepapier, wie sich aus der Höhe der darin investierten Mittel ergibt (Stat. Jahrbuch 1914, S. 297). Leider fehlen in den amtlichen Statistiken der Vorkriegszeit Aufzeichnungen über ihren Kursstand. Es ist deshalb behelfsweise die Notierung der Reichsanleihen, ebenda, S. 296, der Berechnung der Effektivverzinsung zugrundegelegt, und zwar die Kurse der 3½%igen deutschen Staatsanleihen, weil die Bewertung der Staatsobligationen in der Vorkriegszeit immer etwas günstiger war als die der Pfandbriefe. Der eigentliche Zinsstand wird aber in Wirklichkeit etwas niedriger liegen, da die Bewertungsdifferenz zwischen Staatsanleihen und Pfandbriefen wahrscheinlich nicht so groß war wie der Kursunterschied zwischen der 4- und der 3½%igen Staatsanleihe.

Die Rendite der Pfandbriefe verändert sich im Untersuchungszeitraum nur unbeträchtlicch und ist ihrer Tendenz nach allmählich ansteigend. Eine leichte Senkung wird im Jahre 1909 registriert, zur gleichen Zeit, wo auch der Diskontsatz seinen niedrigsten Stand erreicht. Die Mittel des Geldmarktes fließen also hinüber in den Kapitalmarkt und erwirken dort eine Senkung der Rendite. In den Jahren 1911—13 steigt der Zinsfuß bis zu einer Höhe von 4,66%.

Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit.

Zahl der arbeitslosen Gewerkschaftsmitglieder im v. H. sämtlicher Mitglieder (Jahresdurchschnitt).[31])

1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
2,10	1,6	1,2	1,6	2,9	2,8	1,9	1,9	2,0	2,9

Eine leichte Steigerung der Arbeitslosenziffern ist bereits im Jahre 1907 bemerkbar. Im Jahre 1908 und 1909 erreichen sie einen relativ hohen Stand, um bald darauf um ein Drittel zu fallen. 1913 sind sie wieder auf dem Niveau von 1908 angelangt.

Versucht man sich aus diesen Reihen ein Bild von der Gesamtkonjunktur zu machen, so erweisen sich zunächst die Jahre 1904 und 1905 als charakteristische Jahre des Aufschwungs: Allmähliches Ansteigen der Mengen und Preise, wachsende Rentabilität. Die Jahre 1906 und 1907 tragen die Merkmale der Hochspannung: Scharfes Anziehen der Preise bei zuletzt abnehmenden Mengen, steigende Zinssätze. Die Krise kommt bereits im letzten Quartal des Jahres 1907 zum Ausdruck, wie aus dem hohen Stand des Diskontes ersichtlich ist. 1908 und 1909 sind Jahre der Depression, doch sind schon im Laufe des zweiten Depressionsjahres die ersten Anzeichen eines beginnenden Anstieges bemerkbar: trotz niedriger Preise Mengensteigerung, Abnahme der Arbeitslosigkeit und Erhöhung der Rentabilität, vor allen Dingen aber flüssiger Geld- und Kapitalmarkt. — Die Jahre 1910 und 1911 sind wiederum Aufschwungsjahre, 1912 und 1913 Zeiten der Hochspannung, allerdings treten bereits 1913 die ersten Krisensymptome auf: Bei nur noch langsam steigenden Umsätzen (Mengen und Preise) scharf anziehende Zinsfüße, sinkende Rentabilität und zunehmende Arbeitslosigkeit.

Das charakteristischste Merkmal dieser Konjunktur im Vergleich zur Nachkriegszeit ist die schnelle und starke Verflüssigung des Geldmarktes und die günstige Zinsgestaltung auf dem Kapitalmarkt. Von der Versteifung des Geldmarktes (November 07) bis zu seiner Verflüssigung (Juni 1908, Diskontsatz 4%) vergehen knappe 8 Monate. Aber von gleicher Bedeutung ist die Lage am Markt der langfristigen Kredite. Dort steht der Satz so niedrig, daß er die Entwicklung der Rentabilität niemals ernstlich gefährden kann, die daher auch einen sehr gleichmäßigen Verlauf nimmt.

---

[31]) Stat. Jahrb. 1914, S. 427.

b) Die Konjunktur in den Jahren 1924—1932.

Die Bewegung der Produktionsmengen.

Indexziffer der Industrieproduktion (1928 = 100).[32])

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
69,0	81,1	77,9	98,4	100	100,6	88,8	72,1	60,2

Die Produktionsziffer zeigt in den ersten vier Jahren des Untersuchungsabschnitts eine Zuwachsrate, die selbst für Vorkriegsverhältnisse ein unerhört rapides Tempo darstellen würde. Allein, es handelt sich bei dieser Produktionsvermehrung größtenteils um die normale Aufnahme der Erzeugung nach den langen Jahren von Krieg und Inflation. Die Wirtschaft kommt zunächst einmal wieder in Schwung und ein großer Nachholungsbedarf ist zu befriedigen. 1926 ist ein schwacher Rückgang der Produktion zu verzeichnen, der aber schon im nächsten Jahre einer kräftigen Belebung Platz macht. 1929 ist der Höhepunkt erreicht, von da an geht es unaufhaltsam bergab.

Die Bewegung der Preise.

Indexziffer der Großhandelspreise für industrielle Fertigwaren (1913 = 100).[33])

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
156,2	156,7	149,5	147,3	158,6	157,4	150,1	136,2	117,9

Die Nachkriegspreise liegen auf einem erheblich höheren Niveau als die Werte von 1913, von dem sie erst im Verlauf des beispiellosen Deflationsprozesses von 1930—32 herunterkommen. Die ersten zwei Jahre bringen eine kaum merkliche Veränderung, dagegen erfolgt 1926 eine beträchtliche Preissenkung, die 1927 ihren Abschluß findet. Im Jahre darauf ist wieder ein Höhepunkt erreicht, von dem aus dann in den nächsten vier Jahren ein Preissturz um etwa 40 Punkte erfolgt. Daß diese Preisbewegungen innerhalb der Wirtschaft sehr uneinheitlich waren, zeigt anschaulich eine Gegenüberstellung im konjunkturstatistischen Handbuch 1933, S. 121, in der die „gebundenen" Preise der Kartelle mit den „freien" Preisen der nichtkartellierten Wirtschaft verglichen werden.

Bewegung der gebundenen und der freien Preise.

	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
gebundene Preise	100	100,2	102,1	105,0	103,1	92,8	83,9
freie Preise	100	105,1	106,8	97,4	79,7	60,8	47,5

Obgleich die freien Preise 1929 schon um über 9 Punkte gesunken sind, erhöhen die Kartelle ihr Preisniveau um weitere 3%. Dem Preisfall folgen sie nur zögernd und mit größtem Widerstand. Dadurch beschleunigen sie aber nur den Sturz der freien Preise, da

[32]) Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, S. 38 f.
[33]) Stat. Jahrb. f. d. Deutsche Reich, 1933, S. 254.

ein immer größerer Anteil der schrumpfenden Kaufkraftmenge von der kartellierten Industrie absorbiert wird und die Nachfrage nach den nicht kartellierten Produkten relativ weniger Kaufkraft bieten kann, wodurch der Preisdruck sich weiterhin verschärft.

Ein Vergleich mit der Produktionsziffer zeigt, daß 1925 die Erzeugung zunächst in ihren normalen Umfang hineinwächst ohne eigentliche Preisänderungen. 1926 ist ein wert- und mengenmäßiger Rückgang der Umsätze zu beobachten. Der Zuwachs des Jahres 1927 wird bei weichenden Preisen abgesetzt, vermutlich infolge der Kostenvorteile aus der in dieser Zeit zu beobachtenden Durchrationalisierung der Betriebe. Der Rückgang der Mengen und Werte ist bis zum Jahre 1932 zwar im gleichen Ausmaße, aber in verschiedenem Tempo erfolgt; der Produktionsindex fällt von 1929—1932 jährlich um 12, 16 und wiederum 12 Punkte, verlangsamt also schließlich seinen Sturz, während die Preise immer schneller fallen von 1929—30 um 7, von 1930—31 um 14 und bis 1932 um weitere 18 Punkte.

Die Veränderung der Rentabilität.

Jahresgewinn deutscher Aktiengesellschaften der industriellen Produktion in % des bilanzmäßigen Eigenkapitals.[34])

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
3,98	3,46	4,00	6,72	6,13	4,43	1,43	—7,50	—2,60

Die Rentabilitätskurve steigt bis zum Jahre 1927 an und verläuft von dort — zunächst allmählich, dann aber von 1929 an sehr steil — nach unten. Im Jahre 1931 liegt das Minimum, das sich zum Teil aus der Verrechnung von Scheinverlusten erklärt. Daß die Erträgnisse im Jahre 1926 trotz durchschnittlich schlechter Umsätze günstiger als im Vorjahre liegen, ist darauf zurückzuführen, daß die Belebung bereits in der zweiten Hälfte des Jahres einsetzte und die Zeit der Abschlüsse in eine Periode optimistischer Geschäftsbeurteilung fiel.

Die Entwicklung des Zinssatzes.

Reichsbankdiskont (Jahresdurchschnitt).[35])

1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
10,0	9,15	6,74	5,82	7,0	7,11	4,93	6,91	5,21

Die Bewegung des Banksatzes nimmt in der Konjunktur einen eigenartigen Verlauf, der sich gar nicht in einen sinnvollen Zusammenhang mit den übrigen Reihen bringen läßt, wie dies vor dem Kriege möglich war. Während in der Vorkriegskonjunktur der Diskontsatz mit der Produktion mehr oder weniger parallel verlief, abgesehen von einem gewissen zeitlichen Vorsprung, den er vor ihr hatte, ist seit 1924 eine ausgesprochene Gegenbewegung zu be-

---

[34]) Berechnet nach Zusammenstellungen im Statistischen Jahrbuch von 1926—1933.

[35]) Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, S. 126.

obachten. Bei ansteigender Produktion (1924—1927) fallende Sätze, bei fallender Produktion steigende Sätze. Erst im Jahre 1932 ist der Gleichlauf beider Bewegungen wieder hergestellt. Man kann hieraus mit Gewißheit auf eine Störung der Beziehungen zwischen dem Diskontsatz und der inländischen Produktion in den Jahren 1924—1931 schließen. Ein hoher Diskontsatz hatte nicht eine Schrumpfung der Produktion zur Folge, sondern das gerade Gegenteil. Die Erklärung für diesen „regelwidrigen" Tatbestand gibt der starke Zufluß von Auslandskapital während der in Rede stehenden Zeit. Der hohe Zinssatz hatte nämlich zur Folge, daß große Beträge von Auslandskapital, durch den Zinsenverdienst angelockt, nach Deutschland strömten und hier die sonst produktionsverknappende Wirkung eines hohen Diskontes überkompensierten. Das Konjunkturstatistische Handbuch von 1933 gibt in einer Zusammenstellung der deutschen Zahlungsbilanzen von 1925—1932 den Grad der deutschen Auslandsverschuldung an.[36])

Saldo der Kapitalbewegung in Millionen Mark.

1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
3135	607[37])	3792	4106	2468	483	—2667	—570

Während bis 1931 der Diskontmechanismus in Deutschlands Wirtschaft so gut wie wirkungslos blieb, mußte er nach dem finanziellen Zusammenbruch im Sommer 1931 und dem plötzlich eintretenden Kapitalabzug umso verheerender wirken. Im August 1931 erreicht er die für Vorkriegsverhältnisse unvorstellbare Höhe von 15%.

Der starke Zufluß von Auslandskapital war trotz seines gewaltigen Umfanges nicht ausreichend, um den langfristigen Zinssatz auf ein erträgliches Maß zu senken, wie eine Wiedergabe der Zinsbewegung auf dem Kapitalmarkt zeigen wird.

Rendite der 6%igen Pfandbriefe.[38])

1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
8,36	6,90	6,32	6,98	7,40	7,15	7,04	8,38

Das Auslandskapital bewirkt zwar in einem gewissen Umfange eine Senkung des landesüblichen Zinsfußes, ohne aber den Kapitalmarkt wirklich zu entlasten. Der Kapitalbedarf nach Krieg, Inflation und aus den Reparationen, sowie das Investitionsbedürfnis der öffentlichen Körperschaften und die Kapitalflucht waren offensichtlich so groß, daß eine spürbare Senkung des Zinssatzes selbst in den Zeiten, wo das Auslandskapital reichlich einströmte, nicht erzielt wurde, da es durch Mehrimporte und durch die Binnenwirtschaft sogleich gebunden wurde. — Seinen Tiefstand erreicht der Zinsfuß im Jahre

---

[36]) Konjunkturstatistisches Handbuch, S. 140.

[37]) Auch im Jahre 1926 gingen 1,5 Milliarden Mark ausländische Kapitalien in Deutschland ein, doch war im selben Zeitraum ein nicht weiter aufgliedbarer Kapitalabgang von 916 Millionen zu verzeichnen (Konjunkturstatistisches Handbuch, S. 140).

[38]) Stat. Jahrb. d. Deutschen Reiches, 1928, S. 438 u. 1933, S. 362.

1927, der gleichen Zeit übrigens, in der die Rentabilität ihren Höhepunkt hat. Es ist gleichzeitig das einzige Mal in der Nachkriegszeit, daß die Rentabilität sich über den landesüblichen Zins erhebt. Vergleicht man eben diese Verhältnisse mit den Vorkriegsjahren, so erkennt man deutlich die für die Produktion verhängnisvolle Lage des Kapitalmarktes: die Rentabilität wird ständig bedroht durch den hohen Zinssatz.

Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit.

	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
Arbeitslose Gewerkschaftsmitglieder in v. H.[39])	13,5	6,7	18,0	8,7	8,6	13,1	22,2	33,7	43,7
Zahl der Arbeitslosen in 1000 [40])	911	646	2011	1353	1353	1892	3076	4520	5575

Die hohe Ziffer des Jahres 1926 erklärt sich aus dessen Depressionscharakter. Mit Ausnahme des Bergbaus (englischer Kohlenarbeiterstreik) hatten alle Geschäftszweige unter einer schlechten Beschäftigung zu leiden. Es ist nun interessant, zu beobachten, wie trotz starker Zunahme des Produktionsvolumens im nachfolgenden Jahre die Arbeitslosigkeit sich nur unerheblich ändert. Der wichtigste Grund hierfür ist die Verringerung des Arbeitsbedarfs durch Vergrößerung des Leistungseffekts als Folge der Rationalisierung. Aber auch nach beendigter Produktionsverbesserung findet sich keine Möglichkeit, die freigesetzten Kräfte unterzubringen, im Gegenteil, die Industrie sucht die Kostenvorteile restlos auszunutzen, indem sie so viel Menschen aus dem Umformungsprozeß ausscheidet, wie die moderne Produktionstechnik überhaupt nur gestattet.[41]) Dieser Tatbestand widerspricht der bisherigen Erfahrung. In früheren Zeiten wurden die in einer Rationalisierungsperiode freigesetzten Arbeitskräfte jedesmal wieder von der Wirtschaft aufgenommen und als Früchte der verbesserten Produktion eine Steigerung der Produktivität und der Kaufkraft erzielt. Um die Segnungen ihres letzten Rationalisierungsprozesses ist jedoch die deutsche Wirtschaft gebracht worden, von der sie bisher nur die Kehrseite zu spüren bekam. Reithinger[42]) weist nach, daß die Rationalisierung in den Jahren 1926—1930 sich hauptsächlich in den Produktionsgüterindustrien vollzog. Mit Hilfe von Auslandskapital wurde vorzugsweise die Kapazität der Kapitalgüter- und Exportindustrien erweitert, in der Hoffnung, daß es gelingen würde, den Export dauernd zu

[39]) Stat. Jahrb. 1929, S. 278 und 1933, S. 307.
[40]) Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, S. 15.
[41]) Man erkennt das daran, daß die Kurve der Arbeitslosigkeit, auch die der Industriearbeiterschaft, viel steiler fällt als die der Produktion.
[42]) A. Reithinger, Stand und Ursachen der Arbeitslosigkeit in Deutschland, Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 29, S. 21.

steigern. Unter dem Druck der Reparationsverpflichtungen war dieser Versuch einer Schwergewichtsverlagerung der deutschen Wirtschaft vom Binnen- auf den Weltmarkt verständlich, aber durch die Zerstörung der weltwirtschaftlichen Beziehungen mußte er sich als eine ungeheure Fehlinvestition herausstellen. — Im großen und ganzen ist auch eine Veränderung der Kosten- und Preisverhältnisse durch die Rationalisierung nicht erfolgt. Daran ist einerseits die Lohnpolitik der Gewerkschaften, andererseits die falsche Preispolitik der Unternehmer schuld. Die Hebung der Kaufkraft kann grundsätzlich auf zwei Wegen erreicht werden, entweder durch Preissenkung oder durch Lohnerhöhung. Welchen der beiden Wege man beschreitet, ist aber keineswegs gleichgültig. Im Falle einer Rationalisierung der Kapitalgüterindustrien mußte die Hebung der Kaufkraft durch Preissenkung, nicht durch Lohnerhöhung, zustandekommen, weil von letzterer zunächst die Verbrauchsgüterindustrien Nutzen haben, während sie die Kosten der Produktionsgütererzeugung nur erhöhen und damit die beste Möglichkeit einer Wiedereinstellung von Arbeitskräften verlegen. Denn Reithinger zeigt, daß drei Viertel des Gesamtzuwachses der männlichen Industriearbeiter während der letzten 50 Jahre in der Kapitalgüterindustrie selbst wieder untergekommen sind.[43]) —

Eine Gesamtdarstellung der Nachkriegskonjunktur stößt auf sehr viel mehr Schwierigkeiten als in den Vorkriegsjahren, weil man auf Grund der verschiedenen Meßzahlen nicht eindeutig bestimmen kann, wann der Umbruch tatsächlich erfolgt und wie der Konjunkturverlauf sich im einzelnen gestaltet. — Zweifellos haben wir in den Jahren 1924—1926 eine „kurze Welle" vor uns. 1925 einen Wellenberg, 1926 ein Wellental. Vom englischen Bergarbeiterstreik angeregt und durch den Zustrom von Auslandskapital gefördert, beginnt dann schon Ende 1926 eine neue Aufschwungsperiode, die sich bis 1928/29 fortsetzt und von da ab in eine tiefe Depression ausläuft. Wann die eigentliche Wende erfolgte, ist dagegen nicht genau zu bestimmen. Sie hätte eigentlich, — d. h. nach dem üblichen 4-Phasen-Schema (Anstieg — Hochspannung — Krise — Depression) — im Jahre 1926 eintreten müssen, da das Jahr 1927 alle Anzeichen der Hochspannung aufweist — blieb aber, infolge hier nicht weiter zu untersuchender Umstände, in diesem Jahre aus. Man kann mit gewisser Berechtigung behaupten, daß ohne das von außen wirkende Stimulans des englischen Streiks und der Auslandsgelder die Depression von 1926 sich weiter durchgesetzt, dafür aber sicherlich zu einer weniger schmerzlichen Bereinigung geführt hätte, als sie 5 Jahre später durchgemacht werden mußte. Die heftigen Ausschläge der Konjunktur zeigen, daß die Erstarrung der Wertbewegungen durch die tariflichen Bindungen einerseits und ihre ungerechtfertigte Erhöhung andererseits, zu einer Verwerfung des Marktgefüges führte, wobei das Gegenteil einer konjunkturellen Befriedung erreicht wurde.

---

[43]) Reithinger, a. a. O., S. 23.

3. Das Bilanzmaterial.

a) Vorbemerkung.

Die Untersuchung erstreckt sich auf ein Material, das von 50 Firmen für einen Zeitraum von 20 Jahren zusammengestellt wurde. Es ist nun ausgeschlossen, die Liquiditätsanalyse an diesen tausend Bilanzen in extenso vorzuführen, weil der Fluß des Textes in dem ungeheuren Zahlenmaterial unweigerlich versickern müßte. Aus diesem Grunde müssen wir uns darauf beschränken, die Analyse an Hand von Branchebilanzen vorzunehmen, d. h. in Form einer Zusammenfassung der einzelnen Abschlüsse eines Geschäftszweiges zu einer Sammelbilanz. — Diesem Verfahren haften gewisse Mängel an, auf die kurz hinzuweisen it.

Zunächst liegen die Bilanztermine der untersuchten Firmen über das ganze Jahr verteilt. Bei ihrer Zusammenfassung müssen deshalb die Stichtage vor- bzw. zurückverlegt werden, soweit sie sich nicht mit dem Stichtag der Branchebilanz decken, der in unserem Falle auf dem 31. 12. liegt. Hierbei besteht die Gefahr, daß Bilanzzahlen verschiedener Saison- und Konjunkturstadien zu unbrauchbaren Gesamtwerten addiert werden. Da die zeitlichen Differenzen aber nicht übermäßig groß sind — gewöhnlich nicht über ein halbes Jahr — brauchen die Fehler aus dieser Quelle nicht überschätzt zu werden. — Ferner ist häufig festzustellen, daß Unternehmungen im Laufe der Untersuchungszeit ihre Abschlußtermine verlegen und aus diesem Anlaß Zwischenbilanzen veröffentlichen, die weniger als ein Geschäftsjahr umspannen. Wenn ihre Ergebnisse nun mit Jahresabschlüssen zusammen aufgeführt werden, die den vollen Gewinn enthalten, müssen ebenfalls Ungenauigkeiten entstehen. — Vor allem aber ist zu berücksichtigen, daß die Marktlagen der einzelnen Unternehmungen eines Geschäftszweiges bei aller Uebereinstimmung immer noch erheblich voneinander abweichen und deshalb auch zu verschiedenen Betriebs- und Kapitaldispositionen der einzelnen Firmen führen. Eine exakte Liquiditätsanalyse ist deshalb immer nur möglich bei Gegenüberstellung der individuellen Marktsituation einerseits und der einzelnen Bilanz der Unternehmung andererseits. — Die Liquiditätsrechnungen im engeren Sinne, d. h. soweit sie die Zahlungsfähigkeit der Unternehmungen darstellen sollen, werden immer für die ganze Branche vorgenommen. Zur Kenntlichmachung des Konjunkturverlaufs ist jedem Jahr ein Buchstabe zugeordnet. Es bedeutet: A = Anstieg, H = Hochspannung, K = Krise, D = Depression. — Die Umschlagsgeschwindigkeit des Kapitals kann nur von denjenigen Firmen errechnet werden, die ihre Umsätze veröffentlichen, und das tun bekanntlich sehr wenige.

Die Daten über die Bewegungen der Branchemärkte bestehen aus drei Reihen: dem Produktionsindex, dem Preisindex und der Rentabilität. Sie werden in einer Tabelle zusammengefaßt und mit einem kurzen Bericht über Sonderbewegungen des Marktes an den Anfang der Tabelle zusammengefaßt und mit einem kurzen Bericht über Sonderbewegungen des Marktes an den Anfang der Branchenanalyse gestellt.

b) Die Bilanzen der einzelnen Geschäftszweige.

I. Bergbau, Eisen- und Metallgewinnung.

Die Gesellschaften:[44])

1. Gelsenkirchener Bergwerks AG., Gelsenkirchen (31. 3.)
2. Eschweiler Bergwerksverein, Kohlscheid (1. 7.)
3. „Phönix" AG. für Bergbau und Hüttenbetrieb (31. 3.)
4. Bergwerksges. „Hibernia", Herne (31. 12.)
5. Schles. AG. für Bergbau und Zinkhüttenbetr., Lipiny (31. 12.)
6. „Ilse" Bergbau AG., Grube Ilse bei Senftenberg (32. 12.)
7. Braunkohlen- und Brikettindustrie AG., Berlin (30. 6.)
8. Grube Leopold AG., Bitterfeld (31. 12.)

A) Die Bewegung des Marktes.

Jahr	Produkt.-index d. Bergb.[45]) (1913 = 100)	Index-ziffer d. Großhpr. f. Kohle u. Eis.[46])	Rentabilität d. Bergb.-Hütten-betr.[47])	Jahr	Produkt.-index d. Bergb.-(1928 = 100)[48])	Index-ziffer d. Großhpr. f. Kohle (1913 = 100)[49])	Rentabilität d. Bergb.-Hütten-betr.[47])
1904	67,0	77,1	9,2	1924	75,8	150,3	2,0
1905	68,1	77,1	10,1	1925	86,2	128,7	3,07
1906	75,0	84,1	11,8	1926	91,5	127,8	5,86
1907	78,3	95,8	9,2	1927	98,8	129,2	6,52
1908	78,3	89,8	7,8	1928	100	132,3	6,96
1909	78,0	83,2	7,76	1929	107,1	137,3	7,21
1910	80,8	83,3	8,14	1930	94,5	136,1	2,37
1911	84,6	83,2	9,21	1931	78,1	129,0	—4,4
1912	92,9	97,1	10,22	1932	69,3	115,5	—
1913	100	100	9,68	1933	—	—	—

Im Vergleich mit dem Verlauf der Gesamtkonjunktur zeigt die Produktion des Bergbaus eine stetigere Entwicklung. Die Krise von 1907 führt bei ihr nur zu einer Stagnation, aber nicht zu einer Rückbildung. Die Preise zeigen heftigere Ausschläge als die Mengen, wie aus dem Preisfall zwischen 1907 und 1909 um 12½ Punkte zu ersehen ist. In den Jahren von 1911—1913 erfolgt sowohl mengen- wie preismäßig ein scharfer Anstieg. Die Rentabilität erreicht 1906 ihren Höhepunkt und geht dann für mehrere Jahre auf ein niedrigeres Niveau zurück. 1912 gelangt sie wieder zu einem Maximum. — Unter den Produktionen dieser Branche zeigt die Roheisenerzeugung die früheste Konjunkturempfindlichkeit, wie aus dem Geschäftsbericht (= GB) der Phönix AG. aus dem Jahre 1906/7 hervorgeht, wonach die Eisenproduktion schon im Frühjahr 1907 ihren Höhepunkt überschritt, desgl. vor der Krise von 1913, wo bereits Ende

[44]) Die eingeklammerten Zahlen beziehen sich auf den Abschlußtermin.
[45]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderh. 31, S. 58.
[46]) Stat. Jahrb., 1924/25, S. 264.
[47]) Berechnet nach den Bilanzausweisen im Stat. Jahrb.
[48]) Konjunkturstat. Hdb. 1933, S. 38.
[49]) Ebenda, S. 118.

1912 die Wende eintrat,[50]) also etwa ein halbes Jahr vor dem Umbruch der Gesamtkonjunktur. Denselben Berichten ist zu entnehmen, daß die Bewegungen der Kohle denjenigen des Eisens in einem Abstand von etwa einem Jahr folgen. — Die Braunkohlenindustrie ist der Konjunktur gegenüber fast unempfindlich, sie befindet sich in einem ausgesprochen heftigen Wachstumsstadium.

Die mengenmäßige Entwicklung der bergbaulichen Produktion nimmt in der Nachkriegskonjunktur einen günstigeren Fortgang als der Index der industriellen Gesamtproduktion. Das Jahr 1926 — für die deutsche Industrie ein Krisenjahr — bringt eine Spezialkonjunktur für den Bergbau, der durch den englischen Bergarbeiterstreik einen kräftigen Impuls erhält. Aber auch der Rückgang nach dem Höhepunkt von 1929 nimmt einen milderen Verlauf als bei der übrigen Industrie. **— Die Preise setzen 1924 auf einem hohen Stand an, fallen aber schon im nächsten Jahre um ca. 22 Punkte. Das Jahr 1926 bringt trotz der Absatzsteigerung leicht nachgebende Preise, war also ein Abschnitt vorwiegend mengenmäßiger Belebung. Die Rentabilität steigt an bis 1929 und geht danach zurück, bis 1931 der Geschäftszweig mit Verlusten zu arbeiten beginnt. Die Rentabilitätslage des Bergbaus befindet sich jedoch, im ganzen gesehen, über dem industriellen Durchschnitt.**

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse. Die Branchebilanz.

I. Bergbau, Eisen- und Metallgewinnung (8 Firmen). in Millionen Mk.

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	271,99	19,16	29,67	54,93	270,47	46,12	34,10	25,06	375,75
1905	348,46	17,93	35,86	61,07	346,74	44,22	37,24	35,12	463,32
1906	451,33	35,69	64,09	87,07	427,02	100,63	60,10	50,43	638,18
1907	519,99	44,33	69,08	88,22	456,87	126,80	87,51	50,44	721,62
1908	540,94	49,81	55,32	75,38	474,39	126,52	81,33	39,21	721,45
1909	559,10	48,70	63,70	111,60	511,52	140,45	86,70	44,43	783,10
1910	595,12	55,06	80,75	99,50	536,56	138,31	105,48	50,08	830,43
1911	643,16	60,40	90,07	117,32	577,71	167,79	116,97	54,48	916,95
1912	684,56	60,32	102,03	89,55	586,31	164,67	124,70	60,78	936,46
1913	697,62	74,19	95,69	85,16	600,59	162,69	133,98	55,40	952,66
GEB	777,54	61,86	143,60	14,37	728,01	70,04	199,32	—	997,37
1924	792,63	93,59	174,59	23,55	720,37	87,45	263,30	13,24	1084,36
1925	773,28	45,76	149,33	17,35	705,12	71,47	195,56	13,57	985,72
1926	694,42	21,42	94,67	35,33	616,82	108,49	98,36	22,17	845,84
1927	865,71	23,24	161,92	61,51	790,81	164,17	109,08	48,32	1112,38
1928	885,39	22,18	152,77	51,19	790,97	164,26	108,47	47,83	1111,53
1929	961,30	27,04	144,61	62,45	805,48	221,59	117,76	50,57	1195,40
1930	981,64	38,57	157,14	41,78	801,59	263,74	115,48	38,32	1219,13
1931	945,83	33,79	136,94	29,43	779,45	253,53	102,07	10,94	1145,99
1932*)	710,60	31,22	64,34	55,09	577,90	206,13	67,18	10,04	861,25

*) ohne Phönix.

[50]) Vgl. GB der Phönix AG., 1912/13.

Die Vorkriegsbilanzen zeigen eine ausgesprochene Aufwärtsentwicklung des gesamten Geschäftszweiges. Während eines Zeitraums von 10 Jahren werden die Anlagen im Durchschnitt um etwa ein 2½-faches erweitert. Die Zugänge sind vornehmlich mit Eigenkapital finanziert, das mit der Anlagenexpansion ungefähr gleichen Schritt hält, aber teilweise auch mit langfristigem Fremdkapital (Gelsenkirchen, Phönix, Ilse Bergbau). Die Vorräte sind schneller gestiegen als die übrigen Werte, was zum Teil auf die Anschaffungswertrechnung, zum Teil auf mengenmäßige Stauungen in der Krise zurückzuführen ist. Die Nachkriegsjahre lassen diese gleichmäßige Entwicklung nicht erkennen. In gewissem Sinne ist das auf den Charakter des Bilanzmaterials selbst zurückzuführen, dessen Kontinuität durch die große Stahlwerksfusion in den Jahren 1925/26 unterbrochen wird. Aus diesem Umstand erklärt sich die Schrumpfung der Bilanzwerte des Jahres 1926, das für den Bergbau eine Periode des Aufschwungs war, also gerade eine gegenteilige Entwicklung der Positionen hätte zeitigen müssen. Die Zugänge des Jahres 1927 sind der bilanzmäßige Niederschlag mehrfacher Angliederungen bei der Gelsenkirchener Bergwerks AG. In einem Zeitraum von 5 Jahren (1925/30) nehmen die acht untersuchten Gesellschaften langfristige Schulden in Höhe von nahezu 200 Millionen Mark auf, von denen ein beträchtlicher Teil aus dem Auslande stammt (Eschweiler Bergwerksverein hfl.-Anleihe, Gelsenkirchen-Obligationen und Phönix hfl.-Anleihe).

Liquiditätsrechnungen.

	Relative Liquidität	Absolute Liquidität		Relative Liquidität	Absolute Liquidität
Jahr	%	Mill. Mk.	Jahr	%	Mill. Mk.
1904 A*)	248	50,50	GEB	79	—41,35
1905 A	260	59,69	1924 A	75	—65,16
1906 H	252	91,06	1925 A	85	—28,88
1907 K	180	69,79	1926 A	132	31,64
1908 D	161	49,37	1927 A	205	114,35
1909 D	202	88,60	1928 A	188	95,49
1910 A	171	74,77	1929 H	176	89,30
1911 A	182	96,42	1930 D	172	83,44
1912 H	154	66,88	1931 D	163	64,30
1913 H/K	135	46,87	1932 D	178	52,25

Zur Interpretation der vorstehenden Tabelle — soweit sie die Vorkriegsjahre betrifft — ist zunächst ganz allgemein zu bemerken, daß sie die Liquiditätsverhältnisse eines sich stark erweiternden

*) Die Buchstaben dienen zur Kenntlichmachung der Konjunkturphasen (vgl. S. 46).

Geschäftszweiges darstellt. Das will besagen, daß die Liquiditätsentwicklung immer wieder überlagert wird durch finanzielle Faktoren und durch Investierungsvorgänge. So erklärt sich die flüssige Vermögenslage von 1905 und 1906 aus umfangreichen Kapitalaufnahmen. 1907, das Jahr der Hochspannung, bringt einen Rückgang der Liquidität, der sich im ersten Jahr des Abstiegs verschärft. Gleichzeitig ist eine Erhöhung der Vorräte festzustellen. Die Abschlüsse von 1909 weisen hohe flüssige Mittel aus Kapitalaufnahmen auf und Zugänge aus der Liquidation der Bestände. 1910 ist ein Jahr stürmischer Investitionen und der Zunahme der Kreditoren, die Liquidität verschlechtert sich. In Jahre darauf werden wiederum neue Mittel aus dem Kapitalmarkt aufgenommen, die eine vorübergehende Entspannung der finanziellen Lage bringen. Das Hochspannungsjahr 1912 führt zu einer Verknappung der Mittel und einer Erhöhung der Kreditoren, Tendenzen, die sich im Krisenjahr 1913 fortsetzen. — Die absolute Liquidität läßt erkennen, wie in den Jahren der Emissionstätigkeit (1906, 1909, 1911) die flüssigen Mittel neben dem eigentlichen Betriebskapital Investitionsgelder enthalten, die kurz vor ihrer Ueberführung in die Realwerte stehen. —

Die Goldmark-Eröffnungsbilanzen zeigen die Unternehmungen entblößt von flüssigen Mitteln, als Nachwirkung der Inflation. Das erforderliche Betriebskapital wurde zunächst durch kurzfristige Verschuldung beschafft, wie aus den Bilanzen des ersten Jahres nach der Stabilisierung ersichtlich ist. Wie die Deckungsproportion anzeigt, war diese Form der Finanzierung geeignet, die Sicherheit der Unternehmung nur noch weiter zu gefährden. Die Geschäftslage von 1925 führte dann infolge der Konjunkturbesserung zu einer gewissen Erleichterung, vor allem aber durch das bereits einströmende Auslandskapital. Die Liquiditätsentwicklung der nächsten Jahre — bis 1930 — steht ganz unter dem Zeichen des letztgenannten Vorganges. Die Deckungsproportion erreicht ihren höchsten Stand 1927 als Folge von verschiedenen Emissionen und einem beträchtlichen Zuwachs an Debitoren bei der Gelsenkirchener Bergwerks AG. nach vollzogener Fusion mit dem Bochumer Verein. Der Kulminationspunkt der Konjunktur — das Jahr 1929 — zeigt eine Verschlechterung der Liquidität, die bis zum Jahre 1931 anhält, um dann einer starken Verflüssigung zu weichen. Der Saldo zwischen Deckungsmitteln und Schulden ist in den ersten drei Jahren negativ. Es fehlt den Unternehmungen das notwendige Kapital, um die Produktion in Gang zu setzen. Wenige Jahre später wird es aus dem Kapitalmarkt beschafft.

Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.

Bergwerksgesellschaft Hibernia.

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Umschl.-Geschw.	0,54	0,64	0,69	0,66	0,61	0,55	0,56	0,58	0,64	0,71
relative Liquidität	233	222	177	158	176	146	161	178	171	174

Die niedrige Geschwindigkeit des Kapitalumschlags und die hohe Liquiditätszahl des ersten Jahres erklären sich aus einer im Jahre 1903 unternommenen Kapitalerhöhung, die zunächst noch zu keiner Umsatzsteigerung geführt hat und deren Mittel nicht vollständig investiert wurden. Der Kapitalumschlag erreicht seinen Höhepunkt im Jahre 1906, laut Geschäftsbericht der Firma ein Jahr der Ueberbeschäftigung. Im gleichen Zeitpunkt ist ein Rückgang der Liquidität zu verzeichnen infolge erhöhter Vorräte und Kreditoren. Bis zum Jahre 1909, in welchem der tiefste Stand der Konjunktur überwunden wird, verlangsamen sich die Umschläge, deren Tiefpunkt mit der niedrigsten Liquiditätsziffer zusammenfällt. Letztere ist also qualitativ noch schlechter zu beurteilen, als sie bereits erscheint, da durch den verlangsamten Umsatz, der Kreislauf der Werte, aus denen die Schulden gezahlt werden müssen, sich verzögert. Entsprechend ist die im Anstieg sich rechnungsmäßig verschlechternde Liquidität günstiger zu beurteilen, da sich tatsächlich infolge erhöhter Umschlagsgeschwindigkeit eine bessere Zahlungsfähigkeit ergibt.

Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.
Eschweiler Bergwerksverein.

	1925/6	1926/7	1927/8	1928/9	1929/0	1930/1	1931/2	1932/3
Umschl.-Geschw.	1,05	1,09	1,04	0,99	1,15	0,92	0,83	0,83
relat. Liquidität	56	114	72	73	62	56	60	70

Die Verlangsamung des Umschlags im Geschäftsjahr 1928/9 ist darauf zurückzuführen, daß die aus einer vorangegangenen Kapitalerhöhung erstellten Neuanlagen noch nicht voll ausgenutzt werden und erst im nächsten Jahre den Betrieb aufnehmen. 1930/1 verschlechtern sich beide Größen; die Liquidität infolge Erhöhung der Kreditoren. In den beiden letzten Geschäftsjahren bleibt der Kapitalumschlag unverändert, die Liquiditätsziffer aber bessert sich.

Bei einer Gegenüberstellung der Zahlen der Hibernia und des Eschweiler Bergwerksvereins springt sogleich der Zusammenhang zwischen einem niedrigen Kapitalumschlag und einer hohen Liquiditätszahl bzw. umgekehrt, in die Augen. Aus dieser Beobachtung kann man ableiten, daß eine rasche Umsatzgeschwindigkeit des Kapitals eine relativ schlechtere Liquidität gestattet, während langsamere Umschläge eine hohe Flüssigkeit des Vermögens erfordern.[51])

[51]) Vgl. die hiermit übereinstimmenden Feststellungen bei Schmaltz, Betriebsanalyse, Stuttgart 1929, S. 224 ff.

2. Maschinenbau, Elektrotechnik, Optik und Feinmechanik.

Die Gesellschaften:

9. Maschinenfabrik Moenus AG., Frankfurt a. M. (31. 12.)
10. Berl. Maschinenbau AG., vorm. L. Schwartzkopff, Berlin (30. 6.)
11. Maschinenfabrik Germania, Chemnitz (31. 12.)
12. Bremer Vulkan, Schiffbau und Maschinenfabrik (31. 12.)
13. Voigt & Haeffner AG., Frankfurt a. M. (31. 12.)
14. Siemens & Halske AG., Berlin-Siemensstadt (30. 9.)
15. Emil Busch AG., Optische Industrie, Rathenow (31. 12.)

A) Die Bewegung des Marktes.

Jahr	Produkt.-index der Produkt.-güter 1913=100 [52]	Indexziff. der Großhandels-preise für gewerbl. Betriebs-einrichtg.	Rentabilität des Maschin.- und Apparatebaues [53]	Jahr	Produkt. index der Maschin. 1928=100 [54]	Indexziff. der Großhandels-preise für gewerbl. Betriebs-einrichtg. 1913=100 [55]	Rentabilität des Maschin.- und Apparatebaues [53]
1904	76,1	—	6,2	1924	64,7	128,2	3,9
1905	78,4	—	8,15	1925	71,1	138,0	1,47
1906	83,0	—	9,35	1926	60,7	139,7	2,0
1907	80,7	—	9,7	1927	79,7	139,5	5,06
1908	76,0	—	8,31	1928	100,0	144,8	5,13
1909	78,1	—	8,40	1929	100,9	147,8	5,26
1910	88,4	—	9,01	1930	83,1	149,7	0,99
1911	95,6	—	9,04	1931	59,5	146,0	—10,8
1912	99,8	—	9,23	1932	38,4	132,9	—
1913	100,0	—	8,17	1933	—	—	—

In den Statistiken der Vorkriegszeit fehlen Berechnungen über die mengen- und preismäßigen Bewegungen auf dem Markte der Maschinen und Apparate. Für die Mengenschwankungen ist daher behelfsweise die Indexziffer für Produktionsgüter angeführt. Sie zeigt einen Rückgang in den Jahren 1907 und 1908 und einen Auf-

---

[52]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderh. 31, S. 58.
[53]) Berechnet nach den Bilanzausweisen im Statistischen Jahrbuch.
[54]) Konjunkturstatistisches Handbuch, 1933, S. 38.
[55]) Konjunkturstatistisches Handbuch, 1933, S. 122.

stieg bis 1913, wobei für 1912 bereits eine merkliche Stockung zu beobachten ist. Die Preiskurve fällt im Jahre 1907 und erreicht 1909 ihren tiefsten Stand, wie aus den GBn. der untersuchten Firmen hervorgeht. Die Rentabilität dieses Geschäftszweiges liegt über dem Durchschnitt der gesamten Industrie. Im Jahre 1908 befindet sich ihr Minimum, aus dem sie sich schnell erhebt und 1912 auf einen neuen Höchststand steigt. Unter den in dieser Branche angeführten Geschäftszweigen macht insbesondere die elektrotechnische Industrie eine stürmische Entwicklung durch, die von der Krise überhaupt nicht berührt wird. — Die Mengenentwicklung der Nachkriegszeit zeigt eine hohe Konjunkturempfindlichkeit der Branche. 1926 ist ein Krisenjahr, aus dem ein steiler Anstieg bis zum Jahre 1928 erfolgt. Von 1929 an ist dann ein geradezu katastrophaler Rückgang zu beobachten, der von keinem anderen Geschäftszweig übertroffen wird. Am stärksten wird der Schiffsbau in Mitleidenschaft gezogen, dessen Indexziffer 1932 nur noch 23,1 beträgt.[56]) Im Gegensatz zu der Mengenentwicklung verläuft die Bewegung der Preise überraschend gleichmäßig. Die Krise von 1926 ist an ihr kaum abzulesen. 1930 werden die höchsten Erlöse erzielt. Im Jahre 1932 ist die Indexziffer nur um 17 Punkte gefallen, während die Mengen einen Sturz um 45 Punkte gemacht haben und die Indexziffer der Großhandelspreise der Gesamtindustrie sich um 32 Punkte gesenkt hat. In der kurzen Welle von 1924—26 liegt die Rentabilität der Branche schlecht, sie erholt sich erst ab 1927; 1929 hat sie ihren Höhepunkt. Der darauf folgende Rückgang ist scharf und führt 1931 zu schweren Verlusten.

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse.

II. Maschinenbau, Elektrotechnik Optik und Feinmechanik (7 Firmen).

Die Branchebilanz. in Millionen Mark.

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	106,8	17,76	21,19	17,83	99,86	41,08	15,74	6,18	162,86
1905	108,07	21,75	27,31	13,31	102,59	41.68	17,81	8,36	170,44
1906	111,18	26,15	30,09	11,30	106,00	42,31	20,50	9,91	178,72
1907	110,50	25,82	37,94	12,13	108,70	42,97	23,77	10,95	186,39
1908	110,28	24,22	41,16	18,22	111,29	45,03	27,43	10,13	193,88
1909	116,73	23,59	33,33	34,97	121,34	46,41	29,12	11,75	208,62
1910	115.90	29,40	35,69	44,22	124,51	48,29	39,98	12,43	225,21
1911	136,54	28,62	31,74	34,08	130,55	50,50	36,85	13,08	230,98
1912	152,39	35,84	43,54	36,46	136.66	73,83	43,81	13,93	268,23
1913	152,45	39,80	53,71	27,67	142,57	74,07	42,97	14,02	273,63
GEB *)	149,68	55,94	42,39	4,87	179,64	12,65	60,59	—	252,88
1924	153,63	57,04	55,11	7,90	188,10	12,97	71,76	0,85	273,68
1925	154,84	70,24	78,64	21,39	189,19	45,01	84,14	6,77	325,11
1926	155,20	58,80	81,22	89,86	192,09	74,78	106,55	11,66	385,08
1927	163,12	69,56	99,55	123,97	199,82	71,09	172,30	12,99	456,20

[56]) Konjunkturstatistisches Handbuch, 1933, S. 38.

*) ohne Maschinenfabrik Moenus.

Jahr	Aktiva				Passiva				
	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1928	180,83	87,01	120,64	89,71	201,57	77,79	183,97	14,86	478,19
1929	207,79	89,45	128,20	83,19	222,14	99,13	172,56	14,80	508,63
1930	220,33	58,48	166,36	168,32	293,82	173,80	131,07	14,80	613,49
1931	222,47	45,02	168,76	129,82	277,93	169,58	109,00	9,56	566,07
1932	217,25	34,18	163,82	120,20	315,11	162,72	50,72	6,90	535,45

Die vorstehende Branchenbilanz wird beherrscht von den Zahlen der Siemens & Halske AG., deren kapitalmäßiges Uebergewicht die Entwicklung der anderen Gesellschaften nicht zum Ausdruck kommen läßt. — Die Kapazitätserweiterung tritt am stärksten hervor in der elektrotechnischen Industrie, während das Wachstumstempo im Maschinenbau weniger rapide ist. Die Bilanzzahlen der Vorkriegszeit vermitteln hierüber keinen richtigen Eindruck, da Siemens seine gesamten maschinellen Anlagen abschreibt und somit überhaupt nicht in die Bilanz aufnimmt. Die Erweiterungen werden vorwiegend auf dem Wege der Selbstfinanzierung durchgeführt; in den Jahren 1909—1912 jedoch auch mit Hilfe des Kapitalmarktes, da die eigenen Mittel nicht mehr hinreichen, um das Erweiterungsbedürfnis der Branche zu befriedigen. In den Nachkriegsjahren besteht der Unterschied im Wachstumstempo fort. Die Elektroindustrie erweitert und verbessert ihre Anlagen, während die Bilanzzahlen der Maschinenfabriken kaum eine Aenderung erfahren, es sei denn, daß sie von Anbeginn der Untersuchungsperiode immer mehr zusammenschrumpfen. Die Expansion der elektrotechnischen Industrie und ihre Durchrationalisierung erfolgt mit Hilfe des Kapitalmarktes, vor allem durch Auslandsanleihen, wogegen der Maschinenbau in der Erweiterung zurückhaltend ist und sich infolgedessen von einer langfristigen Verschuldung freizuhalten vermag.

Liquiditätsberechnungen.

Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.
1904 A	249	23,28	GEB	78	—13,33
1905 A	228	22,81	1924 A	88	— 8,75
1906 H	202	20,89	1925 H	119	15,89
1907 K	211	26,30	1926 K	161	64,53
1908 D	216	31,95	1927 A	130	51,22
1909 A	235	39,18	1928 A	114	26,38
1910 A	200	39,93	1929 H	122	38,83
1911 A	179	28,97	1930 D	255	203,61
1912 H	183	37,18	1931 D	274	189,58
1913 H/K	189	38,41	1932 D	560	284,02

Das erste Minimum der Liquiditätskurve liegt im Jahre 1906, während im Jahre 1907, dem eigentlichen Krisenjahr, eine Besserung eintritt. Sie ist zurückzuführen auf eine Kapitalemission bei der Voigt & Haeffner AG. und auf den Verkaufserlös aus einer überseeischen Anlage der Siemens-Werke. Die Jahre 1908 und 1909 zeigen

eine Verringerung der Bestände und einen Rückgang der Kreditoren, mit Ausnahme der beiden Elektrofirmen, die auch durch die Krise hindurch sich einer stetigen Erweiterung ihrer Bilanzziffern erfreuen. Die Verbesserung der Liquidität im Jahre 1909 ist vor allem auch auf eine größere Emission bei Siemens zurückzuführen. Der unmittelbar folgende Rückgang der Liquiditätsziffer erklärt sich aus der zunehmenden Investitionstätigkeit und der sehr niedrigen Deckungsproportion bei Bremer Vulkan, die in ihrer Bilanz sehr beträchtliche Kreditoren aufweisen (vermutlich befinden sich unter ihnen große Anzahlungsbeträge). Die Verknappung der Mittel setzt sich 1911 fort und weicht erst 1912 einer leichten Besserung infolge von Zugängen auf dem Kapitalmarkt. 1913 gehen die Verbindlichkeiten im Durchschnitt etwas zurück, gleichzeitig nehmen einige Gesellschaften langfristige Anleihen auf. An der absoluten Liquidität ist abzulesen, wie die Emissionen von 1909—1913 zu einer Erhöhung der Deckungsmittel führen. Ein Blick auf die Bilanz zeigt für die Jahre 1912 und 1913 eine erhebliche Steigerung der Debitoren, sodaß sich in Wirklichkeit die B a r liquidität in den Jahren der Hochspannung verschlechtert haben dürfte.

Die GBn lassen den — übrigens bei fast allen Geschäftszweigen zu beobachtenden — Mangel an flüssigen Mitteln erkennen. Auch am Ende des ersten Geschäftsjahres ist dieser Kalamität noch nicht abgeholfen. Erst mit der 1925 beginnenden langfristigen Verschuldung werden die notwendigen Betriebsmittel herbeigeschafft. 1927 tritt ein Rückgang der Liquiditätszahl ein, der sich insbesondere aus hohen, unter den Kreditoren geführten Anzahlungen bei den Siemens-Werken erklärt. Die weitere Verschlechterung im nächsten Jahre entsteht durch Betriebserweiterungen und Wachstum der Krediotren. 1929 bringt bereits dem Maschinenbau verminderte Aufträge, die eine geringere Anspannung der flüssigen Mittel zur Folge haben. Die Entwicklung der nächsten 3 Jahre wird dann ganz beherrscht von dem Stand der finanziellen Verhältnisse bei den Siemens-Werken. Hier ist im Jahre 1930 ein Zugang beim Fremdkapital in Höhe von ca. 145,8 Millionen zu verzeichnen. —

Das Entscheidende ist nun, daß diese Mittel nur zu einem geringen Bruchteil Betriebszwecken zugeführt werden, während der Hauptteil in Geldwerten belassen wird. Die sprunghafte Steigerung der Liquidität im Jahre 1932 erklärt sich aus der Auflösung stiller Reserven, die unter den Kreditoren geführt wurden, und die nun nach den neuen Bilanzvorschriften als Rückstellungen beim Eigenkapital erscheinen. — Eine starke Verflüssigung des Vermögens ist aber auch bei den anderen Gesellschaften zu beobachten, so insbesondere bei Moenus und Emil Busch.

Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.

Maschinenfabrik Germania, Chemnitz.

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Kapit.-Umschlag	0,54	0,63	0,72	0,80	0,71	0,69	0,69	0,71	0,84	0,82
relative Liquidität	341	356	301	380	382	504	506	280	234	326

Die Verhältnisse der Maschinenfabrik Germania sind für eine Liquiditätsanalyse ganz besonders geeignet, da die Entwicklung durch keinerlei finanzielle Transaktionen beeinträchtigt wird. 1906, das Jahr der Hochspannung, zeigt eine niedrige Liquiditätsziffer und ansteigenden Kapitalumschlag; 1907 tritt eine Verbesserung ein durch Rückgang der Kreditoren, der mit Kostensenkungen auf dem Beschaffungsmarkt begründet wird.[57]) Die rückläufige Konjunktur führt durch Abbau der Vorräte und Verringerung der Debitoren zu einer Erhöhung der Liquidität, aber auch zu langsameren Kapitalumschlägen; der Anstieg in den Jahren 1911—1912 wiederum ist begleitet von niedrigen Liquiditätsziffern und hoher Umsatzgeschwindigkeit; das Krisenjahr 1913 schließlich zeigt die entgegengesetzte Entwicklung der Zahlen. An diesem Beispiel sieht man in seltener Klarheit die Gegenbewegung der beiden Reihen und eine ungestörte Entwicklung der Liquidität.

3. Eisen-, Blech- und Metallwaren.

Gesellschaften:

16. Friedrich Krupp AG., Essen (30. 9.)
17. Mannesmann Röhrenwerke AG., Düsseldorf (31. 12.)
18. Rheinische Stahlwerke, Essen (31. 3.)
19. Rheinische Metallwaren- u. Maschinenfabrik, Düsseldorf (30. 6.)
20. Westfälische Drahtindustrie, Hamm (30. 6.)
21. Gebler-Werke AG., Radebeul-Dresden (30. 9.)

A) Die Bewegung des Marktes.

Jahr	Produkt.-index der Eisen- u. Stahlwar. 1913=100 [59])	Preis für Gießerei-roheisen Düsseldf. pro to. Mark [58])	Rentabil. d. Bergb., Hütten- u. Maschin.-bau verb. Betrb.[60])	Jahr	Indexziff. d. Großh.-preise für Eisenroh-stoffe und Eisen [61]) 1913=100	Indexziff. d. Eisen-produkt. 1928=100 [62])	Rentabil. der Groß-eisen-industrie [60])
1904	67,5	55,2	6,4	1924	122,9	69,7	— 2,2
1905	68,3	58,0	8,12	1925	128,7	87,6	0,55
1906	78,9	68,1	9,5	1926	124,2	87,2	— 5,4
1907	84,3	71,7	10,1	1927	125,2	111,8	4,57
1908	74,7	73,2	7,67	1928	127,5	100,0	3,67
1909	58,5	66,6	8,73	1929	129,5	109,9	0,60
1910	64,5	76,1	10,39	1930	126,2	80,1	— 4,80
1911	66,8	86,3	11,22	1931	114,5	56,9	—17,7
1912	74,2	98,7	12,11	1932	102,8	38,9	—
1913	77,5	100,0	9,07	1933	—	—	—

Die drei Reihen der Vorkriegszeit bewegen sich in annähernd gleichem Rhythmus. Im Jahre 1907 wird der Höhepunkt erreicht,

---

[57]) GB. der Germania von 1907.
[58]) Stat. Jahrbuch 1914, S. 309.
[59]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung ,Sonderheft 31, S. 59.
[60]) Berechnet nach Bilanzausweisen im Stat. Jahrbuch.
[61]) Konjunkturstat. Hdb. 1933, S. 118.
[62]) Ebenda, S. 38.

während die Jahre 1908 und 1909 Krisencharakter tragen; lediglich die Mengen steigen noch bis in das Jahr 1908 hinein. Mit dem Jahre 1909 beginnt die Belebung, die 1912 zur Hochspannung und 1913 bereits zur Stockung führt. — Die Roheisenpreise erweisen sich als besonders konjunkturreagibel (vgl. Preissturz von 1907—1909).

Das Jahr 1925 bringt eine Erhöhung der Produktion, die im Jahre darauf einen leichten Rückschlag erfährt. 1927 ist mengenmäßig das beste Jahr, da ein größerer Arbeiterausstand im Jahre 1928 die Produktion auf einen niedrigeren Stand zurückwirft. 1929 gelingt noch einmal eine letzte Steigerung vor dem nunmehr folgenden katastrophalen Rückgang. — Im Vergleich mit der äußerst bewegten Produktionskurve bleiben die Preise infolge der verbandsmäßigen Bindungen auffallend starr, anstatt sich der Mengenentwicklung anzuschmiegen. Die dritte Reihe zeigt die schlechte Rentabilität des Geschäftszweiges, der den Tiefenrekord der gesamten Industrie hält. Die kurze Welle von 1924—1926 beginnt und endet mit Verlustabschlüssen und auch in den folgenden Jahren des Anstiegs gelingt es der Branche nicht, den durchschnittlichen Stand der Industrie-Rentabilität zu erreichen. —

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse. Die Branchebilanz.

III. Eisen-, Blech- und Metallwaren (6 Firmen).

in Millionen Mark.

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	266,64	105,90	46,42	64,52	246,41	83,54	137,81	15,72	483,48
1905	270,56	132,34	61,37	64,52	260,07	86,69	165,03	22,23	534,02
1906	293,12	130,76	72,59	61,43	290 83	86,44	152,89	27,74	557,90
1907	309,68	131,43	63,44	61,67	300,70	88,72	157,63	22,17	569,22
1908	315,92	143,79	66,15	72,86	301,09	113,95	163,65	20,03	598,72
1909	313,45	164,70	55,98	101,27	316,23	114,38	180,68	24,11	635,40
1910	317,18	176,11	57,28	136,50	340,77	114,70	205,88	25,72	687,07
1911	334,24	179,25	82,84	173,23	372,83	115,29	249,80	31,64	769,56
1912	388,78	167,44	102,22	174,46	430,68	121,74	242,49	37,99	832,90
1913	441,89	178,64	105,30	160,71	455,15	135,55	262,73	33,11	886,54
GEB	539,85	118,27	126,86	76,50	598,86	36,44	226,38	—	861,58
1925*)	545,98	155,29	146,72	83,62	568,98	108,37	254,26	—	931,61
1926	531,39	72,22	148,51	82,43	563,60	106.12	158,85	5,98	834,55
1927	561,20	85,84	153,27	118.08	613,14	146,10	140,57	18,28	918,39
1928	596,14	86,55	188,57	105,04	651.10	125,58	179,74	19,88	976,30
1929	614,10	100,28	180,15	106,39	658.22	116,44	203.58	22,68	1000,92
1930	609,47	97,97	151,33	126,63	653.49	115.11	193,08	23,72	985,40
1931	613,44	71,50	126,97	138.18	637.01	113,48	190,82	8,78	950,09
1932	613,90	57,13	95,78	81,93	608,08	99,06	140,70	—	848,74

Die Entwicklung der Branchebilanz wird entscheidend bestimmt durch die Verhältnisse bei der Krupp AG., die mit einer Bilanzsumme von rund ½ Milliarde dem übrigen Zahlenmaterial ihr

*) GEBn schließen durchweg Ende 1924 ab, daher mit 1925 fortgefahren.

Gepräge aufdrückt. — Bis 1913 ist ein stetiges Wachstum der Bilanzziffern zu beobachten, die von der Konjunktur nur unmerklich beeinflußt werden. Krisenmerkmale zeigen die Abschlüsse von 1908 und 1909, nämlich Stockung der Anlagenerweiterung und erhöhte Vorräte. 1910 setzt dann wieder die Belebung ein, die 1912 ihren Höhepunkt erreicht. — Wir beobachten eine relativ hohe kurzfristige Verschuldung, die durchweg höher ist als diejenige aus langfristigen Verbindlichkeiten. Dieser Umstand ist in erster Linie auf die hohen Anzahlungen zurückzuführen, die sich unter den Kreditoren der Krupp AG. befinden.

Die Bilanzen der Nachkriegszeit vermitteln das Bild einer unruhigen Entwicklung und eines langsameren Wachstums. Die Konjunktur wirkt sich in aller Schärfe in ihnen aus. 1926 hinterläßt eine merkliche Cäsur: die Bilanzsumme schrumpft um 100 Millionen zusammen. Die nächsten drei Jahre führen zwar zu einer Erhöhung der Positionen, aber zu keiner normalen Rentabilität. Seit 1930 gehen die Werte wiederum zurück. — Im Vergleich zu den beiden anderen Branchen hält sich die langfristige Verschuldung auf einer erträglichen Höhe, während die kurzfristigen Verbindlichkeiten einen recht beträchtlichen Umfang annehmen, ohne daß diesmal nennenswerte Anzahlungsbeträge sich darunter befänden. Im Jahre 1925 waren sie offensichtlich die wichtigste Ursache für die Verlustabschlüsse der Gesellschaften. (Vgl. GB. der Rheinischen Stahlwerke, 1925/26, wonach im Geschäftsjahr 1925/26 allein 5 Millionen an Zinsen gezahlt wurden, ferner die Erfolgsrechnung der Krupp AG. von 1924/25, worin 4,2 Millionen Sollzinsen ausgewiesen werden und die hohen Bankschulden bei Mannesmann, GB. 1924/25.)

Liquiditätsrechnungen.

Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr	Liquidität % Relative	Liquidität Mill. Mk. Absolute
1904 A	81	—26,87	GEB A	90	—22,92
1905 A	79	—33,91	1925 H	91	—23,92
1906 A	81	—18,87	1926 K	145	72,09
1907 H	81	—29,52	1927 H	193	130,78
1908 K	85	—24,64	1928 H	163	113,87
1909 D	84	—23,43	1929 H	141	82,96
1910 A	94	—12,10	1930 D	144	84,88
1911 A	103	5,27	1931 D	139	74,33
1912 H	114	34,19	1932 D	126	37,01
1913 H/K	101	3,28	1933	—	—

Die relative Liquidität des Geschäftszweiges war vor dem Kriege in Wirklichkeit sehr viel höher, als sie in dieser Tabelle erscheint, da — wie bereits erwähnt — sich unter den Kreditoren der Krupp AG. hohe Anzahlungsbeträge befanden, die sich zeitweilig auf über 100 Millionen beliefen. Würde man sie als Korrekturposten des Umsatzvermögens behandeln, was aus bestimmten Gründen nicht möglich ist (vgl. S. 24), so käme die tatsächliche hohe Liquidität auch zum Ausdruck. Es befanden sich z. B. in den letzten Jahren vor dem Kriege in dem Portefeuille von Krupp allein für

70 Millionen Mark festverzinsliche Staatspapiere (die vermutlich aus Anzahlungen für staatliche Waffenlieferungen stammten). — Die rechnungsmäßige Liquiditätsverschlechterung des Jahres 1905 entsteht durch Hereinnahme großer Aufträge bei Krupp, auf die von Seiten der Auftraggeber größere Vorauszahlungen geleistet werden (Erhöhung der Kreditoren). 1906 ist ein Jahr umfangreicher Kapitalemissionen, deren Mittel im Anstieg aufgebraucht werden. Die Liquiditätsentwicklung der nächsten Jahre wird sodann vollkommen überlagert durch finanzielle Transaktionen, die immer wieder zu einer Anfüllung der flüssigen Bestände führen. 1913 tritt eine Verschlechterung ein.

Die Wiederingangsetzung der Produktion der Großeisenindustrie wird nach den Jahren der Geldentwertung durch Aufnahme lang- und kurzfristiger Schulden ermöglicht. Hier erforderte insbesondere die Umstellung auf die Friedensproduktion sehr beträchtliche Mittel. Die Entspannung des Jahres 1926 ist auf den Rückgang des Geschäftsumfanges, auf Abtragung der untragbar gewordenen kurzfristigen Kredite aus den Erlösen des vorhergegangenen guten Geschäftsjahres und auf Kapitalemissionen zurückzuführen. Letztere sind auch die Ursache für die im Anstieg zu beobachtende Ueberliquidität. Nur im Jahre 1929 setzt sich die versteifende Tendenz des Konjunkturaufschwungs durch, dessen erhöhte Umsatztätigkeit zu einer Steigerung der Kreditoren führt. Soweit einzelne Bilanzen von 1933 vorgelegen haben, ist bei ihnen eine Verbesserung der Liquidität zu konstatieren, womit die rückläufige Bewegung seit 1931 beendet sein dürfte.

Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.

Westfälische Drahtindustrie, Hamm.

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913	1914
Kapitalumschlag	1,40	1,36	1,50	1,22	1,40	1,35	1,17	1,20	1,40	0,88
relative Liquidität	1489	1246	1299	299	239	530	617	298	369	71

Die Gesellschaft reagiert sehr frühzeitig auf konjunkturelle Bewegungen, wie sich aus dem GB. von 1906/07 ergibt, wonach bei ihr die Wende sich bereits im Januar 1907 ankündigte. Ihre Liquiditätskurve nimmt einen merkwürdigen Verlauf. Bei hohem Kapitalumschlag liegt in den ersten drei Jahren eine ausgesprochene Ueberliquidität vor. Die flüssigen Mittel werden in der Kasse belassen und aus unerfindlichen Gründen nicht in Sachwerten investiert. Erst in der Krise strömen sie in dieselben hinein und zwar zur Finanzierung der Vorratssteigerungen. Im Geschäftsjahr 1909/10 und 1910/11 werden große Beträge aus dem Kapitalmarkt hereingenommen, die zwar zu einer rechnungsmäßigen Liquiditätssteigerung führen, aber in Wirklichkeit die Situation nicht in dem gleichen Maße entlasten, wie die Proportion andeutet, da sich nach jeder Emission und während der Investitionszeit regelmäßig der Kapitalumschlag verlangsamt. 1913/1914 befindet sich

die Unternehmung in einer sehr kritischen Lage. Die flüssigen Mittel sind ausgegangen und die Umsätze haben sich verringert. Aber der scharfe Rückgang erklärt sich in erster Linie aus hohen Bankkrediten, deren Mittel zur Anlagenerweiterung benutzt wurden.

4. Steine und Erden, Holz-, Bau-, Glas- und keramische Industrie.

Gesellschaften:

22. Deutsche Steinzeugwarenfabrik, Mannh.-Friedrichsfeld (31. 12.)
23. Portland-Zementfabrik, Karlstadt a. M. (31. 12.)
24. Vereinigte Harzer Portlandzement- und Kalkindustrie, Wernigerode (31. 12.)
25. Neue Baugesellschaft Wayß & Freitag AG. (31. 12.)
26. Ruscheweyh AG., Langenöls (30. 6.)
27. Rheinische Spiegelglasfabrik, Ratingen (31. 12.)
28. AG. für Glasindustrie vorm. Friedr. Siemens, Dresden (31. 12.)

A) Die Bewegung des Marktes.

Jahr	Produkt.-index der Steine u. Erden.[63]) 1913=100	Indexziff. der Cement-preise.[64]) 1908—1913=100	Rentabil. der Industrie der Steine u. Erden.[65])	Jahr	Produkt.-index der Steine u. Erden.[66]) 1913=100	Indexziff. d. Großh.-preise der Steine u. Erden.[67]) 1928=100	Rentabil. der Industrie der Steine u. Erden.[65])
1904	68,4	80	9,7	1924	59,0	141,1	4,75
1905	73,6	91	10,3	1925	90,7	167,8	6,85
1906	80,6	108	11,9	1926	74,7	160,3	5,40
1907	80,6	115	9,5	1927	102,2	165,2	8,23
1908	78,4	118	7,31	1928	100.0	170,9	7,78
1909	80,4	96	6,22	1929	93.5	175,2	4,95
1910	94,0	74	5,67	1930	80.0	166.0	— 1,64
1911	99,6	88	7,09	1931	57,3	140,7	—12,3
1912	97,7	110	9,11	1932	48,3	124,4	—
1913	100,0	110	8,31	1933	—	—	—

Die günstige Marktlage für die Branche liegt in den Jahren 1906 und 1907. 1908 haben die Preise zwar noch ansteigende Tendenz, aber die Mengen und Erträge gehen zurück. 1910 scheint der tiefste Punkt überschritten, die Mengen ziehen an und im nächsten Jahre folgen Preise und Rentabilität. Die Nachkriegszeit zeigt einen kurzen Aufschwung im Jahre 1925 und einen Niedergang 1926. Schon im Jahre darauf erreicht die Konjunktur wieder einen Höhepunkt, um von da an unaufhörlich zurückzugehen. Während die Mengen seit ihrem höchsten Stand bereits um 9 Punkte gefallen sind, steigen die Preise fortgesetzt bis 1929 und folgen erst später dem rapiden Rückgang der Produktion.

---

[63]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31, S. 59.
[64]) Hunscha, ebenda, Sonderheft 17, S. 50.
[65]) Berechnet nach Bilanzausweisen im Stat. Jahrbuch.
[66]) Konjunkturstatistisches Handbuch, 1933, S. 38.
[67]) Stat. Jahrbuch, 1933, S. 255.

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse. Die Branchebilanz.

IV. Steine und Erden, Holz-, Bau-, Glas- und keramische Industrie (7 Firmen). in Millionen Mark.

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	29,18	6,59	5,68	2,14	27,89	10,00	2,98	2,72	43,59
1905	29,45	6,44	6,96	2,16	29,12	9,36	3,45	2,72	45,01
1906	30,10	6,50	7,86	3,72	30,28	9,74	4,58	3,58	48,18
1907	32,05	7,00	7,72	2,61	31,56	9,67	4,35	3,80	49,38
1908	33,39	7,94	8,16	2,35	32,09	9,41	6,68	3,66	51,84
1909	35,89	8,13	9,64	3,02	33,37	10,11	10,61	3,59	57,68
1910	40,68	10,24	12,17	3,77	39,88	12,69	10,19	3,98	66,74
1911	44,99	9,59	14,51	2,97	40,25	13,76	13,26	4,29	71,56
1912	42,38	9,87	15,76	2,30	43,14	12,04	10,49	4,74	70,31
1913	44,64	10,88	17,17	1,82	43,27	11,89	15,01	4,34	74,51
GEB	34,33	5,82	8,60	0,91	41,84	0,77	7,05	—	49,66
1924*)	33,99	6,44	14,68	0,96	41,26	0,75	11,44	2,62	56,07
1925	36,53	8,53	17,78	1,82	44,62	1,42	15,38	3,24	64,66
1926	38,21	9,34	16,22	1,93	47,56	1,54	12,77	3,83	65,70
1927	41,64	9,30	24,87	2,39	55,03	1,65	16,73	4,79	78,20
1928	43,99	10,41	27,18	2,74	55,19	1,70	22,86	4,57	84,32
1929	43,61	10,69	29,01	2,13	55,56	1,79	22,59	4,50	84,44
1930	42,95	8,86	23,26	3,02	53.66	1,82	20,14	2,47	78,09
1931	38,67	5,86	15,19	3,39	40.87	1,77	19,82	0,65	63,11
1932*)	28,56	3,64	6,62	6,56	41,07	0,79	3,52	—	45,38

An den Vorkriegsbilanzen erkennen wir wiederum die Merkmale eines prosperierenden und sich erweiternden Geschäftszweiges. Das Wachstumstempo erfährt nur in den Jahren 1908 und 1909 eine geringe Verlangsamung. Soweit in der zweiten Aufstiegsperiode 1910—1912 insbesondere unter den Debitoren und Kreditoren erhebliche Veränderungen vor sich gehen, sind sie durch die Betriebsausdehnung der Wayß & Freitag AG. zu erklären, die in diesem Jahre eine umfangreiche Bautätigkeit aufnimmt. Im Jahre 1910 und 1912 werden von verschiedenen Gesellschaften Kapitalerhöhungen vorgenommen (Rheinische Spiegelglasfabrik, AG. für Glasindustrie, Wayß & Freitag). — Die Nachkriegsjahre lassen die stetige Aufwärtsentwicklung der Gesellschaften vermissen. In den Jahren 1927—1929 erfahren zwar die Bilanzziffern eine gewisse Aufblähung, die wiederum auf große Bauausführungen der Wayß & Freitag AG. zurückzuführen ist, gehen aber, infolge von Sanierungen und Kapitalschnitten, im Jahre 1932 auf den ziffernmäßigen Stand von 1906 zurück. — Bemerkenswert ist der niedrige Grad der langfristigen Verschuldung. Die Rheinische Spiegelglasfabrik und die Deutsche Steinzeugwarenfabrik z. B. halten sich von langfristigen Verpflichtungen vollkommen frei. Dafür sind die kurzfristigen Schulden zeitweilig umso beträchtlicher. Diese Umstände scheinen insbesondere Wayß & Freitag verhängnisvoll geworden zu sein.

*) ohne Ruscheweyh AG.

Liquiditätsrechnungen.

Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.
1904 A	262	4,84	GEB	135	2,46
1905 A	264	5,67	1924 A	137	4,20
1906 H	253	7,00	1925 H	127	4,22
1907 H	237	5,98	1926 K	142	5,38
1908 K	157	3,83	1927 H	163	10,53
1909 D	119	2,05	1928 H	131	7,07
1910 D	156	5,75	1929 D	138	8,55
1911 A	132	4,22	1930 D	130	6,14
1912 A	172	7,57	1931 D	94	—1,24
1913 H	127	3,98	1932 D	374	9,66

Die hohe Liquidität in den 4 Jahren der anziehenden Konjunktur stammt aus verschiedenen Kapitalemissionen und erklärt sich aus einer großen Zurückhaltung in der Investitionstätigkeit und aus richtiger Vorratspolitik. Es gelingt, die Lager trotz steigender Mengen und Werte auf einem gleichmäßigen Stand zu halten. Das Krisenjahr 1908 bringt eine Verschlechterung der Liquidität, die sich im ersten Depressionsjahre fortsetzt, um im Jahre 1910 einer weitgehenden Verflüssigung Platz zu machen, die sich infolge von Kapitaleingängen einstellt. 1911, ein Abschnitt größerre Investitionen, führt bei zunehmender Verschuldung wiederum zu einer höheren Beanspruchung der flüssigen Mittel, die im Jahre darauf auf dem Wege der Kapitalerhöhung von dem Schuldendruck teilweise befreit werden. Im Jahre 1913 entsteht eine typische Hochspannungs-Illiquidität: Erhöhung der Realwerte und Debitoren, Zunahme der Kreditoren. — Die Goldmark-Eröffnungsbilanzen sind überraschenderweise liquide. Zwar würde die Ermittlung der Barliquidität eine ungenügende Flüssigkeit des Vermögens erweisen, aber unter Berücksichtigung der sonstigen kurzfristigen Geldwerte (unter denen z. T. auch Bankguthaben sich befinden, soweit sie nämlich mit den Debitoren in einem Sammelposten aufgeführt werden) ergibt sich eine hinreichende Deckung. An der Entwicklung des nächsten Jahres ist jedoch zu erkennen, daß die vorhandenen Mittel zur Aufnahme der normalen Produktion nicht ausreichen, sondern auf dem Wege der kurzfristigen Verschuldung herbeigeschafft werden müssen. — An diesem Beispiel erfährt man deutlich den unzulänglichen Aussagewert der Unternehmungsliquidität. Während ihren Ansprüchen voll Genüge getan wird, fehlen andererseits die erforderlichen Mittel für die Betriebstätigkeit. Daß dem so ist, ersieht man aus dem niedrigen Stand der absoluten Liquidität (Goldmark-Eröffnungsbilanz). Hieraus können wir allgemein ableiten, daß bei gleicher relativer Liquiditätszahl eine hohe absolute Liquidität ein Indizium für eine hinreichende Ausstattung der Unternehmung mit Betriebskapital ist, also eine bessere Bewertung der finanziellen Situation gestattet, während ein niedriger Saldo von dem Gegenteil zeugt. — Im Hochschwung zeigt sich eine Verknappung der Mittel (Zunahme der Kreditoren) und im Jahre

1926 und 1927 infolge von Kapitalerhöhungen eine Verbesserung der Lage. Die neu aufgenommenen Mittel sind bis 1928 in den Betrieben investiert worden und darüber hinaus haben die Gesellschaften neue kurzfristige Schulden gemacht. Die Depressionsjahre zeigen eine rapide Verschlechterung der Liquidität, die insbesondere durch die labile Situation der Wayß & Freitag AG. herbeigeführt wird. Nachdem diese Gesellschaft sich im Jahre 1932 einer Sanierung unterzieht und auch bei ihr das finanzielle Gleichgewicht wiederhergestellt wird, kann sich nunmehr in der Branchebilanz die allgemeine Verflüssigungstendenz durchsetzen, die vor allen Dingen bei denjenigen Firmen besonders kräftig ist, die ohne nennenswerte Verschuldung geblieben sind.

Die Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.
AG. für Glasindustrie, vorm. Friedr. Siemens, Dresden.

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Kapitalumschlag	0,68	0,77	0,77	0,79	0,75	0,69	0,70	0,85	0,86	0,82
relative Liquidität	235	302	270	266	163	160	201	262	237	215

Die Jahre 1905—1907 zeigen eine fallende Liquiditätszahl bei etwa unverändertem Kapitalumschlag. Die Verschlechterung von 1908 und 1909 ist in beiden Reihen zu verspüren, im Aufstieg dagegen eine beiderseitige Erholung. Wider Erwarten führt die Kapitalaufnahme des Jahres 1910 zu keiner Umschlagsverlangsamung, da die Investitionsdauer (Zeitdifferenz zwischen Kapitalzugang und voller Inbetriebnahme der Anlage) anscheinend sehr kurz ist (Beschaffung einer Owens-Flaschenmaschine). Die flüssige Lage des Jahres 1911 und 1912 erklärt sich aus Verringerungen der Lagerbestände. Die wirkliche Liquidität dieser Unternehmung in den Anstiegsjahren 1910 bis 1912 ist demnach günstiger — infolge steigender Umschläge — als der rechnungsmäßige Ausweis ergibt.

5. Chemie, Papier- und papierverarbeitende Industrie.

Gesellschaften:

29. Deutsche Gold- und Silberscheideanstalt, Frankfurt a. M. (30. 9.)
30. Schering-Kahlbaum AG., Berlin (31. 12.)
31. Chemische Werke vorm. H. & E. Albert, Amöneburg (31. 12.)
32. „Union" Fabrik chem. Produkte, Stettin (30. 9.)
33. AG. für chem. Produkte vorm. H. Scheidemandel, Berlin (30. 9.)
34. Zellstoff-Fabrik Waldhof, Mannheim (31. 12.)
35. AG. für Zellstoff- und Papierfabrikation, Aschaffenburg (31. 12.)
36. Vereinigte Strohstoff-Fabriken, Dresden (31. 12.).

A) Die Bewegung des Marktes.

Die in dieser Gruppe zusammengefaßten Industrien entwickeln sich in verschiedenem Tempo und mit verschiedenem Erfolg, sodaß es ratsam erscheint, die chemische und die Papierindustrie getrennt zu behandeln. Für die Vorkriegsjahre waren Preisnotierungen für Chemikalien und Papierstoffe nicht zu ermitteln.

Chemische Industrie.

Jahr	Produkt.-index der Chemikalien [68]) 1913=100	Indexziff. der Großhandelspreise für Chemikalien 1913=100	Rentabil. der chemisch. Industrie [69])	Jahr	Produkt.-index der Schwefelsäure [70]) 1928=100	Indexziff. der Großhandelspreise für Chemikalien [71]) 1913=100	Rentabil. der chemisch. Industrie [69])
1904	44,7	—	14,4	1924	61,8	130,3	3,35
1905	50,2	—	14,6	1925	79,7	127,3	4,66
1906	55,7	—	17,1	1926	79,7	123,0	5,26
1907	62,3	—	14,9	1927	93,1	124,2	8,68
1908	61,5	—	13,41	1928	100,0	126,3	9,46
1909	68,6	—	14,36	1929	109,6	126,8	7,57
1910	78,7	—	14,94	1930	97,4	125,5	5,71
1911	83,9	—	14,8	1931	—	118,1	0,42
1912	94,3	—	16,33	1932	—	105,0	—
1913	100,0	—	13,3	1933	—	—	—

Papier- und papierverarbeitende Industrie.

Jahr	Produkt.-index der Holz- und Zellstoffindustr.[72]) 1913=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Papierstoffe u. Papiere 1913=100	Rentabil. der Papier- u. papierindustr.[73])	Jahr	Produkt.-index der Papierindustr.[74]) 1928=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Papierstoffe u. Papier.[75]) 1913=100	Rentabil. der Papierverarbeit. indstr.[73])
1904	67,8	—	8,1	1924	65,2	140,1	6,04
1905	76,0	—	9,3	1925	81,2	158,6	6,37
1906	80,4	—	11,6	1926	80,0	151,5	6,26
1907	84,6	—	7,3	1927	95,3	150,1	8,94
1908	83,9	—	5,06	1928	100,0	150,4	8,69
1909	83,5	—	5,57	1929	101,9	151,2	2,65
1910	90,3	—	6,31	1930	96,8	142,2	1,67
1911	90,6	—	5,89	1931	86,7	116,6	—11,6
1912	102,1	—	6,51	1932	79,9	94,5	—
1913	100,0	—	5,54	1933	—	—	—

Bis zur Krise im Jahre 1908 verläuft die Entwicklung der beiden Märkte parallel, um danach in gewissen Phasen der Konjunktur voneinander abzuweichen. Die Erholung auf dem Markt der chemischen Erzeugnisse tritt nämlich unverzüglich wieder ein und setzt sich in einem unerhörten Aufschwung bis zum Jahre 1913 fort, während die Papierindustrie ein weiteres Jahr in der Depression verharrt, ihren Höhepunkt bereits 1912 erreicht und 1913 schon in

[68]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31, S. 60/61.
[69]) Berechnet nach den Bilanzausweisen des Stat. Jahrbuches.
[70]) Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, S. 39.
[71]) Ebenda, S. 119.
[72]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31, S. 60/1.
[73]) Berechn. n. d. Bilanzausweisen d. Stat. Jahrb.
[74]) Konjunkturstatistisches Handbuch 1933, S. 39.
[75]) Ebenda, S. 120.

der Krise steht. — Nach dem Kriege laufen die Marktbewegungen im gleichen Rhythmus ab. 1925 wird ein Maximum erreicht, im Jahre darauf folgt ein Rückschlag, von dem allerdings die chemische Industrie kaum betroffen wird. 1929 werden die höchsten Preise notiert bei gleichzeitig maximalem Stand der Mengen. Die darauf folgenden Jahre sind Zeiten des Niedergangs.

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse. Die Branchebilanz.

V. Chemie, Papier- und papierverarbeitende Industrie (8 Firmen).

in Millionen Mark

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	53,17	22,56	27,52	11,74	72,13	77,78	16,46	8,62	114,99
1905	62,26	24,38	32,19	12,43	82,68	18,70	19,68	10,30	131,36
1906	70,45	24,30	40,80	12,59	88,45	19,65	26,84	13,21	149,14
1907	84,00	30,40	45,60	18,14	111,47	18,28	32,01	16,38	178,14
1908	97,27	39,77	49,44	15,15	112,27	26,91	45,80	16,65	201,63
1909	105,57	47,01	50,00	22,28	125,49	41,14	42,01	16,22	224,86
1910	110,07	41,84	53,47	24,75	135,11	40,92	36,01	18,09	230,13
1911	114,44	43,73	61,64	20,02	138,36	39,94	42,28	19,25	239,83
1912	129,87	49,87	80,63	27,76	175,30	37,10	54,08	21,65	288,13
1913	130,78	63,51	73,64	34,43	174,21	36,16	74,58	19,41	302,36
GEB	98,91	34,77	28,89	4,50	134,45	3,66	28,96	—	167,07
1924	98,16	42,42	52,10	3,45	129,28	8,65	53,58	4,62	196,13
1925	110,36	56,75	67,94	4,60	130,39	11,66	91,86	5,92	239,65
1926	99,77	55,24	75,22	8,81	130,17	34,76	66,49	7,62	239,04
1927	106,17	65,33	89,85	8,14	146,16	31,06	81,44	10,83	269,49
1928	117,38	72,46	94,65	7,86	153,34	29,88	95,71	13,42	292,35
1929	137,14	83,55	104,65	21,21	195,46	28,82	106,63	15,64	346,55
1930	141,32	100,11	88,66	20,17	204,36	27,80	107,30	10,80	350,26
1931	144,06	79,32	78,46	37,78	196,69	24,94	112,02	5,97	339,62
1932	140,26	61,91	77,18	33,07	181,67	23,39	101,87	5,49	312,42

Die Abschlüsse der Vorkriegszeit übermitteln das schon gewohnte Bild einer im Wachstum begriffenen Industrie, das im vorliegenden Falle übrigens von besonderer Intensität ist. Die vorwärtstreibenden Kräfte sind von derartiger Gewalt, daß die Krise sie nicht zu hemmen vermag, — man kann ihre Auswirkungen lediglich an einer geringfügigen Verminderung des Erfolges ablesen. — Die zahlreichen Kapitalaufnahmen erfolgen in den Jahren des Anstiegs; die Verringerung des Eigenkapitals im Jahre 1913 findet ihre Erklärung in dem Verlustabschluß der Scheidemandel AG., die nun teuer bezahlen muß für eine auf unsolider Finanzierungsgrundlage unternommene unorganische Expansionspolitik. — Die Nachkriegsbilanzen beginnen mit niedrigen Wertansätzen. Die beiden folgenden Jahre zeigen ein Wachstum der Bilanzzahlen, vor allem durch Erhöhung der kurzfristigen Verbindlichkeiten. Im Jahre 1926 sind die Verhältnisse der Gesellschaften relativ günstig, doch verhindert die Sanierung bei Scheidemandel, daß die Gesamtsituation der Branche

in der Bilanz adäquat zum Ausdruck kommt. Die Bilanzsumme erreicht 1930 ihren Höhepunkt, wobei insbesondere die ungewöhnlich hohen Vorräte ins Auge fallen. Die nachfolgenden Jahre stehen im Zeichen der Depression.

Liquiditätsrechnungen.

Jahr[76] Ch.	P.	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.
A 1904	A	239	22,80	GEB	115	4,43
A 1905	A	227	25,04	1924 A	104	1,97
A 1906	A	199	26,55	1925 A	79	—19,14
A 1907	A	199	31,73	1926 A	126	17,54
K 1908	K	141	18,79	1927 A	120	16,55
A 1909	D	172	30,27	1928 A	107	6,80
A 1910	A	217	42,21	1929 H	118	19,23
A 1911	H	193	39,38	1930 D	101	1,53
H 1912	H	200	54,31	1931 D	104	4,22
H 1913	K	145	33,49	1932 D	108	8,38

Von 1904 bis 1908 ist eine zunehmende Verschlechterung der Liquidität festzustellen; sie erklärt sich aus der erhöhten Inanspruchnahme der flüssigen Mittel während des Anstiegs (Kreditorensteigerung und Anlagenvermehrung) und aus der Krisenzuspitzung im Jahre 1908. Die Verflüssigung in den Jahren 1909 und 1910 ist auf verschiedene Kapitalemissionen zurückzuführen. 1911 ist wiederum eine typische „Aufstiegsverknappung" der flüssigen Mittel zu beobachten, die im Jahre 1912 durch Kapitalerhöhungen behoben wird. 1913 kreuzen sich zwei Tendenzen, die beide zu einer Verschlechterung der Liquidität führen: In der chemischen Industrie ist infolge der Hochkonjunktur die Lage sehr angespannt, während die Zellstoffwerke bereits in der Wende stehen und ihre dringlichsten Verpflichtungen ablösen müssen. —

Die GEBn. zeigen zwar eine genügende relative Liquidität, aber nur einen sehr kleinen Saldo an freien Mitteln. Die Geschäftsbelebung der Jahre 1924 und 1925 führt zu einer bedenklichen Steigerung der kurzfälligen Verpflichtungen, die insbesondere in den Abschlüssen von 1925 eine sehr gefährdete Situation erkennen läßt.. Sie wird aber im Jahre darauf abgewendet durch Umwandlung der kurzfristigen Verbindlichkeiten in langfristige. 1927 ist ein Abschnitt der wachsenden Geschäftstätigkeit und verschiedener Kapitalerhöhungen und Fusionen. Die Verschlechterung der Liquidität im Jahre 1928 ist eine Folge der wachsenden Kreditoren. Ein Jahr darauf erfährt sie wieder eine Erhöhung durch eine größere Emission der Zellstoff-Fabrik Waldhof, um 1930 auf ein Minimum zurückzugehen (hohe Kreditoren und Vorräte!). In den beiden letzten Jahren tritt eine langsame Besserung ein.

[76] Zur Kenntlichmachung der abweichenden Marktbewegung in der Vorkriegszeit ist die Phasenbezeichnung für die chemische und die Papierindustrie getrennt aufgeführt.

Die Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.
„Union", Fabrik chemischer Produkte, Stettin.

	1903	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Kapitalumschlag	0,97	1,06	1,20	1,24	1,18	1,15	1,10	1,41	1,47	1,32
relative Liquidität	471	469	474	553	342	305	405	436	251	352

Wir konstatieren bei dieser Firma der Superphosphatproduktion eine „strukturell" hohe Liquidität bei gleichzeitig schnellen Kapitalumschlägen. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß die vorliegenden Bilanzen für einen Termin aufgestellt werden, an dem die Unternehmung mit flüssigen Mitteln maximal saturiert sein dürfte. Der Stichtag liegt nämlich in der Erntezeit, also einer Periode, in der die Landwirte ihre Schulden aus den Düngemittelkäufen des Frühjahrs begleichen. Die Abschlüsse geben also gerade den Zeitpunkt der Gewinnrealisation wieder und enthalten den flüssigen Gegenwert der Debitoren. — Die zunehmende Verflüssigung in den Jahren des Anstiegs erklärt sich aus der Zurückhaltung in der Erweiterungspolitik und aus steigender Rentabilität. Die Jahre eines langsamen Kapitalumschlags zeigen einen Rückgang der Liquidität. Die Besserung derselben im Geschäftsjahr 1909/10 ist auf einen außerordentlichen Ertrag aus dem Verkauf ausländischen Aktienbesitzes zurückzuführen. Die plötzliche Umsatzsteigerung des folgenden Geschäftsjahres bringt einen erheblichen Zustrom an flüssigen Mitteln, von denen im Jahre 1911/12 ein Teil zur Erweiterungsfinanzierung verwendet wird.

6. Leder, Textilien und Bekleidung.

Gesellschaften:

37. Niederrheinische AG. für Lederfabrikation (vorm. Z. Spier) in Wickrath (31. 12.)
38. Lederfabrik Hirschberg (vorm. H. Knoch & Co.) (31 .12.)
39. Eduard Lingel Schuhfabrik AG., Erfurt (30. 6.)
40. Kammgarnspinnerei Düsseldorf (31. 12.)
41. Haunstetter Spinnerei und Weberei, Augsburg (31. 12.)
42. Kammgarnspinnerei Stöhr & Co. AG., Leipzig (31. 12.)
43. Wollwäscherei und -kämmerei in Döhren/Hann. (31. 12.)
44. Württembergische Baumwollspinnerei und -weberei bei Eßlingen/Neckar (31. 12.)

A) Die Bewegung des Marktes.

Auch bei dieser Gruppe ist es erforderlich, eine Unterteilung vorzunehmen nach der Leder- und Textilindustrie, da die Konjunkturen beider Branchen einen eigenen Verlauf nehmen.

Die Lederindustrie.

Jahr	Produkt.-index der Leder-Erzeugg.[77]) 1913=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Häute u. Leder.[78]) 1913=100	Rentabil. d. Leder- und Gummi-Industrie[79])	Jahr	Produkt.-index der Leder-Industrie.[80]) 1928=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Häute u. Leder.[81]) 1913=100	Rentabil. d. Leder- und Linol.-Industrie[79])
1904	—	66,9	10,0	1924	95,1	124,9	8,41
1905	80,0	70,7	10,0	1925	100,2	124,7	3,32
1906	89,0	76,7	9,9	1926	88,6	114,8	5,36
1907	85,0	75,3	9,9	1927	116,6	133,6	8,34
1908	88,0	68,1	7,67	1928	100,0	152,8	1,40
1909	93,0	78,2	10,64	1929	92,8	124,5	0,26
1910	93,0	76,5	8,27	1930	86,6	110,3	1,52
1911	97,0	75,2	6,78	1931	80,4	87,8	—6,08
1912	95,0	85,4	9,08	1932	70,5	61,0	—
1913	100,0	100,0	11,16	1933	—	—	—

Die Textilindustrie.

Jahr	Produkt.-index der Textil-Industrie[77]) 1913=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Textilien[78]) 1913=100	Rentabil. der Textil-Industrie[79])	Jahr	Indexziff. der Textilprodukt.[80]) 1928=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Textilien[81]) 1913=100	Rentabil. der Textil-Industrie[79])
1904	84,4	82,9	6,7	1924	83,5	208,3	8,76
1905	86,3	80,9	9,8	1925	90,2	190,8	4,86
1906	85,4	91,6	12,0	1926	80,9	150,4	3,75
1907	94,3	101,0	12,4	1927	112,1	153,1	9,40
1908	88,7	83,7	6,84	1928	100,0	159,4	4,57
1909	95,1	84,5	10,06	1929	94,0	140,6	—5,46
1910	88,7	92,9	6,24	1930	90,6	105,5	—8,28
1911	96,1	93,4	4,22	1931	84,0	76,3	—9,34
1912	105,9	92,8	8,36	1932	76,2	62,6	—
1913	100,0	100,0	6,94	1933	—	—	—

Die Lederbranche findet bis zum Jahre 1906 einen aufnahmefähigen Markt vor. 1907 werden die ersten Krisensymptome deutlich, doch die Depression währt nicht lange, denn schon das Jahr 1909 bringt dem Geschäftszweig eine ausgesprochene Hochkonjunktur. Die beiden nächsten Jahre zeigen eine uneinheitliche, im wesentlichen rückläufige Tendenz. Erst die 1912 und 1913 einsetzenden großen Heereslieferungen führen wieder zu einer Belebung des Geschäftes. — Das Jahr 1924 zeitigt für die Lederindustrie eine lebhafte Beschäftigung bei hohen Gewinnen; aber schon im nächsten Abschnitt verschlechtert sich die Lage, um sich erst wieder im Jahre 1926 zu erholen. 1927 erreicht die Konjunktur ihr Maximum, von dem sie sich jedoch sehr schnell wieder entfernt.

---

[77]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31, S. 60/61.
[78]) Statistisches Jahrbuch, 1924/25, S. 264.
[79]) Berechnet nach den Bilanzausweisen im Stat. Jahrbuch.
[80]) Konjunkturstat. Handbuch 1933, S. 39.
[81]) Ebenda, S. 119.

Die Bewegung der Textilmärkte verläuft bis zum Jahre 1907 in aufsteigender Richtung und mündet 1908 in einer Krise. 1909 setzt wiederum eine stürmische Belebung ein, die zu hohen Erträgen führt, aber nur von kurzer Dauer ist, da die Jahre 1910 und 1911 eine sehr unsichere Marktlage auf der Beschaffungsseite bringen. 1912 erreicht die Konjunktur wiederum einen Höhepunkt, während 1913 die Märkte bereits krisenfällig erscheinen. Im Jahre 1924 finden wir eine günstige Marktkonstellation vor. Hier sind es insbesondere die Preise, die einen außerordentlich hohen Stand einnehmen. 1925 ist eine Verschlechterung festzustellen, die sich bis in das Jahr 1926 fortsetzt. Aus der Krise führt ein kurzer und steiler Weg zum Höhepunkt des Jahres 1927, von dem an es unaufhaltsam nach abwärts führt. Der Preissturz auf den Textilmärkten ist ohne Beispiel. Von ihrem höchsten Stand im Jahre 1924 bis zu ihrer niedrigsten Notierung 1932 (die weit unter Vorkriegsniveau liegt) beträgt der Rückgang der Preise 145 Punkte.

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse. Die Branchebilanz.

VI. Leder-, Textilien und Bekleidung (8 Firmen).

in Millionen Mark.

	Aktiva					Passiva			
Jahr	Realwerte		Geldwerte		Jahr	Realwerte		Geldwerte	
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.		Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	32,08	19,20	14,86	3,33		34,88	9,00	22,34	2,75	68,97
1905	32,59	21,10	13,86	3,64		35,40	8,84	23,42	3,53	71,19
1906	33,87	20,02	14,02	5,28		39,08	13,51	16,16	4,44	73,19
1907	35,07	19,47	14,64	6,13		39,98	14,41	16,20	4,72	75,31
1908	35,39	18,55	13,15	8,74		40,76	14,37	16,53	4,17	75,83
1909	35,28	20,88	14,72	9,06		42,24	12,99	19,70	5,01	79,94
1910	35,19	19,84	16,17	8,60		42,17	13,37	19,43	4,83	79,80
1911	36,33	19,85	14,81	8,23		46,92	13,12	21,54	4,55	86,13
1912	37,08	23,58	17,51	7,96		43,67	13,98	17,43	4,14	79,22
1913	37,36	23,25	18,77	8,49		47,26	13,16	23,95	3,60	87,97
GEB *)	33,51	20,40	13,07	1,89		45,58	2,73	20,56	—	68,87
1924	33,30	24,70	22,89	2,25		51,17	3,26	29,17	1,54	85,14
1925	36,57	21,27	20,54	3,32		50,80	3,36	25,02	2,52	81,70
1926	36,50	23,09	25,20	3,34		50,91	3,24	31,10	2,88	88,13
1927	37,58	29,22	30,82	4,01		51,21	3,52	43,30	3,60	101,63
1928	41,33	27,12	31,35	3,38		55,29	5,70	37,02	5,17	103,18
1929	43,08	24,92	30,38	4,43		59,04	5,70	35,67	2,40	102,81
1930	40,55	21,66	25,98	5,44		58,21	5,18	27,84	2,40	53,63
1931	33,66	18,52	16,63	5,76		48,53	5,63	19,03	1,38	74,57
1932**)	30,06	19,39	13,83	6,53		43,71	5,58	1779	2,73	69,81

Die Abschlüsse aus den Vorkriegsjahren lassen auf ein sehr mäßiges Wachstumtstempo der Unternehmungen schließen. Sie treten weder besonders oft an den Kapitalmarkt heran, noch wenden sie bedeutende Mittel zu Erweiterungszwecken auf. Der Rhythmus der

*) ohne Baumwollspinnerei und -weberei Eßlingen.
**) ohne Eduard Lingel, Schuhfabrik AG., Erfurt.

Geschäftstätigkeit spiegelt sich hier deutlich wider im Umlaufsvermögen und in den Kreditoren. Die Jahre 1907 und 1908 lassen einen schrumpfenden Geschäftsumfang erkennen, während die Erhöhung der Bilanzpositionen im Jahre 1909 eine Belebung andeutet. Das krisenhafte Jahr 1911 führt zu einer Verringerung der Bilanzsummen.

1924 bringt den Unternehmungen einen kräftigen Auftrieb (s. Erhöhung des Eigenkapitals und der Kreditoren), 1925 einen Rückschlag. 1926 ist bereits eine Besserung zu verspüren, die im Jahre 1927 zu einer starken Erweiterung der Vorräte und Debitoren, insbesondere aber der Kreditoren, führt. 1928 gehen die typischen „Umsatzpositionen" (Vorräte und Kreditoren) etwas zurück, während das Eigenkapital sich erhöht (Stöhr & Co.). Die nächsten Jahre zeigen schrumpfende Ziffern. Im allgemeinen ist die langfristige Verschuldung nach dem Kriege unbeträchtlich, nur die Kreditoren nehmen gelegentlich einen größeren Umfang an. Sie finden ihren Gegenposten in den Debitoren, dienen also wahrscheinlich der lägeren Zielgewährung an die Kundschaft.

Liquiditätsrechnungen.

Jahr		Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr		Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.
L	T			L	T		
A 1904	A	79	—4,65	GEB		73	—5,60
A 1905	A	75	—5,92	H 1924	H	86	—4,03
A 1906	A	119	3,14	D 1925	D	95	—1,16
K 1907	A	128	4,57	A 1926	D/A	92	—2,56
D 1908	K	132	5,36	H 1927	H	80	—8,47
A 1909	A	121	4,08	D 1928	D	94	—2,29
D 1910	D	127	5,34	D 1929	D	98	—0,86
D 1911	D	132	5,61	D 1930	D	113	3,58
A 1912	H	118	3,93	D 1931	D	118	3,36
A 1913	K	114	3,31	D 1932	D	114	2,57

Die Liquiditätsziffern der Textil- und Lederbranche ergeben einen relativ niedrigen Stand, da der größte Teil des Umsatzvermögens mit kurzfristigem Fremdkapital finanziert wird. Diese Praxis ist durchaus unbedenklich, da die sehr marktgängigen Vorräte jederzeit realisiert werden können. — In den Jahren 1904 und 1905 scheinen die Unternehmungen unterliquide zu sein infolge übermäßiger Inanspruchnahme von kurzfristigen Krediten. In Wirklichkeit stehen ihnen jedoch große leicht realisierbare Vorräte gegenüber. Im Jahre 1906 erfolgen Kapitalemissionen, die zu einer Entspannung der Lage führen. Von nun an bleibt die absolute Liquidität bis 1913 positiv, die relative aber verändert sich entsprechend den Bewegungen der Konjunktur: Verflüssigung in der Depression, Verknappung im Anstieg und in der Krise. Die GEBn. sind illiquide, aber auch alle folgenden Abschlüsse bis zum Jahre 1930 zeigen niedrige Liquiditätszahlen und negativen Saldo. — Die Kapitalerhöhungen des Jahres 1924 hätten zu einer weitgehenden

Verflüssigung führen müssen, jedoch werden die neuen Mittel unverzüglich zur Finanzierung des wachsenden Geschäftes verbraucht. Die Depression des Jahres 1925 wird von den Unternehmungen zur Abdeckung ihrer Verbindlichkeiten benutzt, während in den beiden nächsten Jahren des Aufstiegs die Kreditoren sehr erheblich wachsen. Die langen Jahre der Depression führen schließlich zu einer zunehmenden Verflüssigung, die in den lezten Jahren in einer echten Ueberliquidität endet. — Bei den Unternehmungen der Baumwollindustrie zeigt sich eine bessere Liquidität als bei den Wollfirmen.

Umschlagsgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.

Kammgarnspinnerei Stöhr & Co. AG., Leipzig.

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Kapitalumschlag	0,62	0,67	0,71	0,71	0,66	0,74	0,80	0,73	0,70	0,68
relative Liquidität	35	31	75	75	72	87	84	71	73	52

Stöhr finanziert sein Umsatzvermögen weitgehend mit kurzfristigem Fremdkapital, wie sich aus der niedrigen relativen Liquidität ergibt. Die Umschlagsgeschwindigkeit verändert sich ungefähr in dem gleichen Maße wie die Liquidität, wobei wiederum gilt, daß eine Liquiditätszahl bei schnellen Kapitalumschlägen günstiger zu bewerten ist als eine solche mit langsamen.

7. Nahrungsmittelindustrie.

Gesellschaften:

45. Bayerische Aktienbrauerei, Aschaffenburg (30. 9.)
46. Hemelinger Aktien-Brauerei, Bremen (30. 9.)
47. Reichelbräu AG., Kulmbach (30. 9.)
48. Stärke-Zucker-Fabrik AG., vorm. C. A. Koehlmann, Frankfurt an der Oder (31. 8.)
49. Zuckerfabrik Froebeln AG., Froebeln (31. 8.)
50. Sarotti AG., Berlin (31. 12.)

A) Die Bewegung des Marktes.

Jahr	Produkt.-index der Nahrgs.- und Genußmittel [85]) 1913=100	Indexziff. d. Großh.-preise für Lebensmittel [83]) 1913=100	Rentabil. der Nahrgs.- und Genußmittelindustrie [84])	Jahr	Produkt.-index der Nahrgs.- und Genußmittel [82]) 1928=100	Reichsindexziff. für die Lebensh.-kosten (Ernähr.) 1913/14 =100 [86])	Rentabil. der Nahrgs.- und Genußmittelindustrie [84])
1904	87,2	85,9	8,1	1924	—	127,6	5,48
1905	85,6	89,9	8,96	1925	84,2	139,8	5,15
1906	95,7	87,6	8,4	1926	85,7	141,2	4,94
1907	93,1	99,0	7,7	1927	91,4	147,6	3,86
1908	91,2	96,5	6,46	1928	100,0	151,7	5,04
1909	90,4	98,7	6,76	1929	100,2	153,8	7,97
1910	88,10	93,6	7,61	1930	98,0	147,3	6,83
1911	98,3	103,6	9,0	1931	89,8	135,9	—4,0
1912	88,4	114,0	7,22	1932	86,5	120,9	—
1913	100,0	100,0	7,61	1933	—	—	—

[82]) Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 31, S. 61.
[83]) Stat. Jahrb. f. d. Deutsche Reich 1924/25, S. 264.
[84]) Konjunkturstat. Hdb. 1933, S. 39. [86]) Ebenda, S. 124.

Die vorstehenden Bewegungsreihen fügen sich nicht ohne weiteres in das gewohnte Konjunkturbild ein. Das gilt insbesondere für die Vorkriegszeit. Das Nahrungsmittelgewerbe als typischer Vertreter der Konsumgüterproduktion erscheint weniger konjunkturempfindlich als die Produktionsmittelindustrie und ihre Marktbewegungen folgen zum Teil einem eigenen Rhythmus. — In den Jahren 1907 und 1909 läßt sich eine leicht rückläufige Tendenz konstatieren. Im Jahre 1911 wird ein Maximum erreicht, dem 1912 ein mengen- und ertragsmäßiger Rückgang folgt und 1913 wiederum eine ansteigende Tendenz. In der Nachkriegszeit zeigt sich die Konsumgüterproduktion konjunkturempfindlicher als vorher, da die Veränderungen auf den Märkten der Produktionsgüter zu relativ stärkeren Schwankungen der Arbeitslosenziffern führen und die daraus resultierenden erheblichen Verbrauchsausfälle heftige Bewegungen am Markte der Konsumgütern zur Folge haben. — Wir beobachten bis 1929 eine Erhöhung der Produktionszahlen und von da ab einen Rückgang. Die Preise steigen bis 1929 und gehen dann bis zum Jahre 1932 um 33 Punkte zurück. — Die Rendite des Geschäftszweiges liegt im Vergleich zur Gesamtindustrie anfangs höher als der Durchschnitt, zur Zeit der guten Durchschnittsrentabilität (1927—1928) jedoch darunter und ab 1929 wiederum darüber.

B) Die Entwicklung der Liquiditätsverhältnisse.

VI. Nahrungsmittelindustrie (6 Firmen). in Millionen Mark.

Die Branchebilanz.

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904*)	17,10	2,27	4,48	3,02	15,15	5,50	5,00	1,22	26,87
1905	19,07	3,21	4,56	5,16	18,41	6,18	5,76	1,65	32,00
1906	19,41	4,82	4,57	4,94	19,73	6,14	6,22	1,65	33,74
1907	20,87	5,05	5,03	4,14	20,23	6,16	6,98	1,72	35,09
1908	21,40	5,28	5,01	4,62	20,83	6,45	7,22	1,81	36,31
1909	19,06	5,54	6,13	6,09	22,39	5,73	6,59	2,11	36,82
1910	19,54	6,73	6,13	6,28	22,87	6,47	7,01	2,33	38,68
1911	20,23	5,77	6,34	10,14	24,31	8,97	6,92	2,28	42,48
1912	24,01	5,49	6,22	8,72	24,61	8,79	8,93	2,11	44,44
1913**)	20,99	3,83	6,46	6,75	21,10	7,74	7,45	1,74	38,03
GEB	19,18	8,29	1,77	1,44	23,41	0,98	6,29	—	30,68
1924***)	18,75	6,24	4,91	4,03	22,83	0,32	8,93	1,85	33,93
1925***)	18,74	7,25	5,86	2,44	23,75	0,27	8,34	1,93	34,29
1926	20,08	7,17	6,78	3,62	25,68	1,42	8,60	1,95	37,65
1927	19,16	8,14	7,81	2,35	26,09	1,48	7,63	2,26	37,46
1928	18,73	11,01	9,30	5,40	29,64	1,47	11,07	2,26	44,44
1929	20,73	11,51	9,96	4,46	34,02	1,60	8,54	2,50	46,66
1930	22,22	11,41	9,91	5,05	35,33	1,61	9,11	2,54	48,59
1931	20,96	11,71	8,60	4,90	35,20	1,40	7,90	1,67	46,17
1932	20,21	20,31	5,64	7,97	34,93	1,81	8,10	1,29	46,13

*) ohne Koehlmann.
**) ohne Froebeln.
***) ohne Hemelingen.

Die untersuchten Unternehmungen erweitern sich vor dem Kriege in nicht unbeträchtlichem Maße. 1905, 1908 und 1911 wird von ihnen zu Expansionszwecken Kapital aufgenommen. Die Abschlüsse der Jahre 1908—1910 lassen auf eine stagnierendes Geschäft schließen, das dann 1911 einen kräftigen Auftrieb erhält.. — Die lang- und kurzfristigen Schulden sind ungefähr gleich hoch. — Nach dem Kriege finden nur sehr geringe Veränderungen der Anlagepositionen statt. Dagegen wachsen Vorräte und Debitoren im Laufe der Zeit erheblich an. In den Jahren 1928—1930 werden verschiedene Angliederungen und Kapitalerhöhungen vorgenommen. Die langfristige Verschuldung der Gesellschaften ist minimal und erreicht bei weitem nicht das Vorkriegsniveau; von den kurzfristigen Verbindlichkeiten wird es z. T. überschritten.

Liquiditätsrechnungen.

Jahr		Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr		Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.
1904	A	150	2,50	GEB		51	—3,08
1905	A	169	3,96	1924	A	100	0,01
1906	A	153	3,29	1925	A	99	—0,04
1907	K	131	2,19	1926	D	121	1,80
1908	D	133	2,41	1927	D	133	2,53
1909	D	185	5,63	1928	A	133	3,63
1910	A	177	5,40	1929	H	169	5,88
1911	H	238	9,56	1930	D	164	5,85
1912	D	167	6,01	1931	D	171	5,60
1913	A	177	5,76	1932	D	168	5,51

Die Erhöhung der Liquiditätszziffer im Jahre 1905 entsteht durch Kapitalaufnahmen. Ihre Verschlechterung im folgenden Jahre ist auf Erweiterung der Geschäftstätigkeit zurückzuführen. 1907 und 1908 tragen die Merkmale der Krisenjahre: Hohe Vorräte und Debitoren, steigende Verschuldung. 1909 tritt eine Besserung der finanziellen Lage bei Koehlmann und Sarotti ein. Im Jahre 1910 vollzieht sich die Investition der aufgenommenen Mittel. Die hohe Liquidität des Jahres 1911 erklärt sich wiederum aus Kapitalerhöhungen und Anleiheemissionen bei der Sarotti AG., die im darauffolgenden Geschäftsabschnitt zu Anlagenerweiterungen verwandt werden. — Die GEBn. sind ganz außerordentlich illiquide. Im ersten Geschäftsjahr werden deshalb ein Teil der Vorräte liquidiert und weitere kurzfällige Mittel aufgenommen. Das vorhandene Betriebskapital bleibt aber immernoch unzureichend und wird erst im Jahre 1926 vom Kapitalmarkt hereingeholt. Die Erhöhung der Liquiditätsziffer im Jahre 1927 entsteht durch Verminderung der Kreditoren. Trotz gleichbleibender relativer Liquidität bessert sich 1928 die absolute, weil die beiden Bezugsgrößen (Deckungsmittel/kurzfristige Verbindlichkeiten) sich erhöht haben. Durch Kapitalzugänge bei der Sarotti AG. im Jahre 1929 bessert sich die Liquidität, geht aber, sobald die neuen Mittel im Betrieb investiert werden, wieder zurück. Die

Verschlechterung der Umsätze führt 1931 zur Verminderung der Kreditoren. Der Rückgang der Liquidität im letzten Jahre ergibt sich nur rechnungsmäßig, denn in Wirklichkeit hat sich die Barliquidität bedeutend verbessert, da sich innerhalb der Deckungsmittel eine Verschiebung zu Gunsten der flüssigen Mittel vollzogen hat.

Die Umsatzgeschwindigkeit des Gesamtkapitals.

Zuckerfabrik Froebeln AG., Froebeln.

	1904	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912
	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
Kapitalumschlag	0,73	0,80	0,79	0,83	0,85	0,91	0,96	0,82	0,96
relative Liquidität	135	95	76	92	83	106	136	85	106

Der Bilanztermin der Gesellschaft liegt am Ende der Kampagne, d. h. an einem Zeitpunkt, an dem die Firma besonders illiquide ist, da einerseits die Bestände angewachsen sind und andererseits die Deckungsmittel einen niedrigen Stand haben. 1904/5 scheint jedoch ein Teil der Vorräte schon umgesetzt, da die Debitoren hoch und die Lager niedrig ausgewiesen werden. Die Liquiditätsverschlechterung der folgenden Jahre erklärt sich aus einer Steigerung der Bestände und Erhöhung der Kreditoren. Sie ist angesichts der schneller werdenden Kapitalumschläge für die Lage der Gesellschaft nicht gefährlich. Infolge ertragreicher Umsätze erhöht sich die Liquidität im Jahre 1910/11, geht aber im nächsten Jahre durch Verschlechterung des Absatzes und steigender Bestände zurück. 1913 werden die hohen Lager aus dem Vorjahre abgebaut.

c) Die Generalbilanz.

Nachdem wir die Liquiditätsentwicklung innerhalb der einzelnen Branchen dargestellt haben, ist es nunmehr unsere Aufgabe, einen Ueberblick zu geben über die Liquiditätsverhältnisse der Gesamtindustrie. Das kann begreiflicherweise nicht an Hand der Bilanzen sämtlicher deutscher Aktiengesellschaften geschehen, sondern muß sich auf die Abschlüsse der hier untersuchten 50 Firmen beschränken. Diesem Verfahren wird man bei allem Mißtrauen eine gewisse Beweiskraft für den Industriedurchschnitt nicht absprechen können, da das Material auf Grund seiner Auswahl, Zusammenstellung und seinem Umfanges (Bilanzsumme 1930 = 3,4 Milliarden Mark) zweifellos das Ganze repräsentieren dürfte.

Die Untersuchung wird zunächst ergeben, ob sich nennenswerte Liquiditätsänderungen in der Gesamtindustrie überhaupt

vollziehen, denn der Gedanke, daß die Veränderungen in den einzelnen Branchen sich kompensieren könnten und infolgedessen insgesamt keine Bewegungsreihe entsteht, ist nicht ohne weiteres von der Hand zu weisen. Wird aber die Tatsache der allgemeinen Liquiditätsschwankungen festgestellt, so rückt damit die Industrieliquidität gleichsam in die Ebene der gesamtwirtschaftlichen Phänomene auf. Sie stellt sich dar als ein ökonomischer Faktor, von dem aus Wechselbeziehungen zu den anderen Erscheinungsformen der Wirtschaft (wie z. B. Geldmarkt, Zins etc.) führen, und der in das Spiel der Konjunkturen einbezogen ist. Hierzu bedarf es freilich noch einer weiteren Feststellung. Es muß nämlich nachgewiesen werden, daß die Liquiditätsänderungen in irgend einem sinnvollen Zusammenhang mit dem Konjunkturverlauf stehen, also z. B. rhythmisch ablaufen oder, daß einer bestimmten Konjunkturphase immer eine ganz bestimmte Liquiditätssituation entspricht. Vorläufig wird noch davon Abstand genommen, diese Zusammenhänge auf ihre Kausalität hin zu prüfen. An dieser Stelle soll allein eine Beschreibung der Bewegungen erfolgen.

Die Generalbilanz der Industrie.

50 Industriefirmen aller Branchen. (in Millionen Mark)

	Aktiva				Passiva				
Jahr	Realwerte		Geldwerte		langfr. Kapital		kurzfr. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debit.	fl. Mitt.	Eigkap.	Fremdk.	Fremdk.	Gew.	summe
1904	776,24	193,44	149,32	157,51	766,79	213,02	234,43	62,27	1276,51
1905	870,46	227,15	182,21	167,52	875,11	215,67	272,39	84,27	1447,34
1906	1009,46	248,24	234,02	186,33	1001,38	278,42	287,29	110,96	1678,05
1907	1112,16	263,50	243,45	196,04	1069,51	307,01	328,45	110,18	1815,15
1908	1154,59	289,36	238,39	197,32	1092,72	342,64	348,64	95,66	1879,66
1909	1185,08	319,55	233,50	288,29	1172,58	371,21	375,41	107,22	2026,42
1910	1233,57	339,21	261,66	323,62	1241,87	374,75	423,98	117,46	2158,06
1911	1329,42	347,22	307,95	365,99	1327,68	410,23	483,51	129,16	2350,58
1912	1459,07	352,41	367,91	347,20	1443,61	431,29	506,04	145,65	2526,59
1913	1525,73	394,20	370,74	325,03	1482,15	441,26	560,67	131,62	2615,70
GEB	1653,00	305,35	365,28	104,48	1751,78	127,17	549,16	—	2428,11
1924*)	1132,46	230,43	324,28	42,14	1153,01	113,40	438,18	24,72	1729,31
1925	1676,30	365,09	486,81	134,54	1712,85	241,56	674,38	33,95	2662,74
1926	1575,57	247,28	447,82	225,32	1626,83	330,35	482,72	56,09	2495,99
1927	1794,58	290,63	568,09	320,45	1882,56	419,07	571,05	101,07	2973,75
1928	1883,79	316,74	624,46	265,32	1937,10	406,38	638,83	108,00	3090,31
1929	2026,75	347,44	626,96	284,26	2029,92	475,07	667,33	113,09	3285,41
1930	2058,48	337,06	622,46	370,41	2100,46	589,06	604,02	95,05	3388,59
1931	2019,09	265,72	551,55	349,26	2015,67	570,34	560,66	38,95	3185,62
1932	1760,84	219,78	427,21	311,35	1802,47	500,38	389,88	26,45	2719,18

Die Zusammenfassung der Branchenergebnisse in einer Generalbilanz führt zwangsläufig zu einer teilweisen Kompensation der Entwicklungstendenzen. Allein, soweit diese nicht auf technischen Mängeln (wie Verlegung der Stichtage) beruht, entspricht die Kom-

*) ohne die Frmen der Eisen-, Blech- und Metallwarenbranche.

pensation durchaus der Wirklichkeit, da ja hier festgestellt werden soll, welche Gesamtbewegung sich noch ergibt, n a c h d e m sich die partiellen Bewegungen infolge des asynchronischen Verlaufs der Branchekonjunkturen teilweise aufgehoben haben.

In dem 10jährigen Untersuchungsabschnitt der Vorkriegszeit verdoppelt sich etwa die Substanz der Unternehmungen. Diese Entwicklung vollzieht sich in einem ruhigen Prozeß, der nur vorübergehend durch eine schnell überwundene Wachstumskrise aufgehalten wird. — Die Bilanzen der Jahre 1904 und 1905 tragen die Merkmale des Anstiegs (gleichmäßige Erhöhung aller Positionen), der dann 1906 in die Hochspannung übergeht (siehe insbesondere die stoßartige Erweiterung der Anlagen). 1907 ist bereits eine Stockung zu verzeichnen, die in steigenden Kreditoren und leicht gesunkenen Erträgen zum Ausdruck kommt. Die Zurückhaltung bei der Anlagenerweiterung, die hohen Bestände und der reduzierte Gewinn deuten den Depressionscharakter des Jahres 1908 an. Im folgenden Jahre scheint der Tiefstand noch nicht ganz einer Belebung gewichen zu sein, da die Betriebserweiterungen immer noch zögernd erfolgen und die Lagerbestände weiterhin hoch bleiben. Allerdings schaffen die Kapitalaufnahmen, die 1909 zu beobachten sind, die Grundlage für einen neuen Aufstieg. Dieser läßt auch nicht mehr lange auf sich warten (1910/11) und führt 1912 zu einer ausgesprochenen Hochspannung (Rekordgewinne, Anlageerweiterungen). Das Jahr 1913 zeigt in seinen Abschlüssen die Symptome der Krise: steigende Vorräte, wachsende Debitoren und Kreditoren bei gleichzeitig verminderten Gewinnen.

Die Bilanzen der Nachkriegszeit vermitteln nicht mehr das Bild einer eindeutigen aufwärtsgerichteten Entwicklung der Unternehmungen. Die Veränderungen erfolgen ruckartig und wechseln rasch ihre Richtung, sodaß die Grundtendenz dahinter kaum zu erkennen ist. Die GEBn. weisen gegenüber den Vorkriegswerten auf der Aktivseite höhere Anlagen, niedrigere Bestände, etwa gleiche Debitoren, vor allem aber eine starke Abnahme der flüssigen Mittel auf. Auf der Passivseite ist das Eigenkapital um etwa 300 Millionen höher aufgeführt, die langfristigen Schulden um annähernd diesen Betrag niedriger; die kurzfristigen Verbindlichkeiten dagegen sind ungefähr gleich hoch wie vor dem Kriege. Der Krisencharakter des Jahres 1926, dem ersten Wendejahr der Nachinflationszeit, kommt in den Bilanzen zum Ausdruck; die Zahlen sind allerdings infolge der Stahlvereinsfusion [87]) mit denen des Vorjahres nicht ohne weiteres vergleichbar. Bis zum Jahre 1930 sind steigende Bilanzzahlen zu verzeichnen und von da ab ein Rückgang aller Positionen. — Die langfristige Verschuldung erreicht 1930 ihren höchsten Stand und zwar hat sie seit den GEBn. um etwa 450 Mill. zugenommen. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten haben bei Berücksichtigung ihres höchsten Standes (1929) eine Vermehrung von rund 100 Millionen erfahren.

---

[87]) Einbringung von Anlagen und Vorräten der Gelsenkirchener AG. und

Liquiditätsrechnungen.[88])

Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.	Jahr	Relative Liquidität %	Absolute Liquidität Mill. Mk.
1904 A	214	163,40	GEB	86	—79,40
1905 A	206	179,34	1924 A	84	—61,76
1906 H	212	221,06	1025 A	92	—53,03
1907 K	182	198,04	1926 K	139	190,42
1908 D	177	188,07	1927 K	156	317,49
1909 D	200	262,38	1928 H	139	250,95
1910 A	203	296,30	1929 H	137	243,89
1911 A	206	346,43	1930 D	164	389,03
1912 H	194	346,07	1931 D	161	340,15
1913 K	152	245,10	1932 D	189	348,68

Die relativ hohe Flüssigkeit der Unternehmungen im Jahre 1904 ist auf die vorhergegangene Depression zurückzuführen.[89]) Der Rückgang der Liquidität im zweiten Anstiegsjahr erklärt sich aus der zunehmenden Belebung der Geschäftstätigkeit, die steigende Kreditoren zur Folge hat. 1906, im Jahr der Hochspannung, tritt eine Besserung ein, die sich aus hohen Kapitalemissionen ergibt. Im Krisenjahr beobachten wir eine Erhöhung der Realwerte und Kreditoren, die zu einer Verschlechterung der Liquidität führt. Im ersten Depressionsjahr verschärft sich die Spannung infolge der weiter wachsenden Vorräte und kurzfristigen Verbindlichkeiten sowie durch Verschlechterung der Rentabilität. Im zweiten Depressionsjahre läßt sich zum ersten Mal seit der Hochspannung wieder eine zunehmende Flüssigkeit konstatieren. Im Jahre 1909 beginnen allerdings schon die ersten Kapitalemissionen, die bis 1911, dem zweiten Anstiegsjahr, andauern, und zu einer Verbesserung der Liquiditätszahlen führen. 1912 werden zwar ebenfalls noch große Kapitalbeträge aufgenommen, sie können aber nicht mehr verhindern, daß sich eine Verschlechterung der relativen Liquidität durchsetzt. Das Beispiel des Jahres 1912 zeigt übrigens, wie sich die relative Liquidität trotz gleichbleibendem Saldo vermindern kann. Das Jahr 1913 bringt eine scharfe Senkung der Liquiditätsziffer infolge wachsender Verschuldung und zunehmender Realwerte. Gleichzeitig verschiebt sich innerhalb der Deckungsmittel das Verhältnis zwischen Debitoren und flüssigen Mitteln zu Ungunsten der letzteren.

Zur Zeit der Goldmarkbilanzierung sind die Unternehmen illiquide. Der Grund hierfür liegt in der Ausschüttung von Betriebskapital während der Inflationsperiode. 1924 zeigt einen Rückgang der Liquiditätsziffern, da das Hineinwachsen der Umsätze in die Normalbeschäftigung größere Mittel erfordert, die zunächst auf dem Wege der kurzfristigen Verschuldung beschafft werden müssen.

Phönix AG.

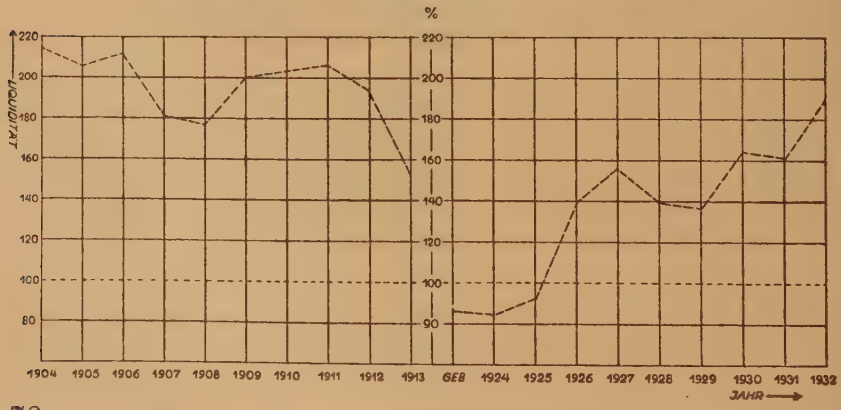
88) Für die Vorkriegsjahre sind bei der Krupp AG. die Anzahlungen von den kurzfristigen Verbindlichkeiten in Abzug gebracht worden.

89) Die unserem Untersuchungszeitraum vorangegangene Krise lag im Jahre 1900.

1925 nehmen die Gesellschaften erstmalig das langfristig einströmende Auslandskapital in Anspruch, das zunnächst in Umsatzwerten (kurzfristig) investiert wird. 1926, das erste Krisenjahr, führt zu einer Besserung der finanziellen Lage infolge verschiedener Anleiheemissionen. Wie aus der weiteren Entwicklung der Anlagewerte zu ersehen ist, werden die nunmehr eingehenden Mittel zur Erweiterung des Anlagevermögens verwandt. Der Prozeß der industriellen Verschuldung der Nachkriegszeit zerfällt demnach in zwei Phasen. In der ersten Phase, die etwa bis Anfang 1926 dauerte, wurde das fehlende Betriebskapital beschafft, während in der zweiten, die sich bis Ende 1929 hinzog, die Mittel zu Rationalisierungs- und Expansionszwecken verausgabt wurden. — Die umfangreichen Kapitalaufnahmen im Jahre 1927 führen zu einer weiteren Liquiditätsverbesserung. Im folgenden Jahre ist der Kapitalzustrom schwächer geworden, die flüssigen Mittel werden in die Realwerte überführt und die Kreditoren wachsen an. Dieselben Tendenzen wirken auch im Jahre 1929 fort und verschlechtern weiterhin die Liquidität. 1930 setzt ein Rückgkang der Umsatzpositionen ein (Vorräte, Debitoren und Kreditoren) bei gleichzeitiger Erhöhung der langfristigen Schulden. Wir beobachten aber, wie die neuen Mittel in den folgenden Jahren nicht mehr in Betriebswerten investiert werden, sondern in flüssigem Zustande verbleiben. Man könnte dies als die dritte Phase der industriellen Verschuldung bezeichnen. Die neuen Kapitalien werden in Geldwerten angelegt, gleichsam zur finanziellen Ueberbrückung der Krise. — Im zweiten Depressionsjahre (1931) wird die allgemeine Verflüssigungstendenz, die dann 1932 voll zum Durchbruch kommt, noch einmal aufgehalten durch die Zuspitzung der Situation der verschiedenen Branchen (Bau- und Zellstoffindustrie).

An Hand einer graphischen Darstellung soll die Liquiditätsentwicklung im Konjunkturverlauf noch einmal veranschaulicht werden.

Abb. 1: **Darstellung der relativen Liquidität von 50 Industriefirmen für die Jahre 1904—1913 und 1924—1932.**



Die Liquiditätsreihe zeigt in den einzelnen Stadien der Konjunktur etwa folgendes Bild:

Im Anstieg (1904 und 1905) Verschlechterung der Liquidität; in der Hochspannung (1906) Besserung; in der Krise (1907) scharfes Absinken der Ziffer, das sich im ersten Depressionsjahre (1908) fortsetzt und im zweiten (1909) zu einer kräftigen Verflüssigung führt. In den beiden nächsten Anstiegsjahren (1910—1911) leichte Besserung der finanziellen Beanspruchung, Rückgang in der Hochspannung (1912) und wiederum scharfer Fall in der Krise.

In der Nachkriegsperiode sinkt die Liquiditätszahl im ersten Anstiegsjahr (1924) und hebt sich im zweiten. Die Krise (1926) zeigt hohe Flüssigkeit, desgleichen die Hochspannung (1927). Die beiden nächsten Jahre, die als äußerst krisenfällige Hochspannungsjahre zu bezeichnen wären, bringen eine leichte Liquiditätsverschlechterung. Das erste Depressionsjahr (1930) zeigt eine Erhöhung, das zweite (1931) eine leichte Senkung, und das dritte ein starkes Steigen der Liquiditätsziffer.

Es erhebt sich nun die Frage, ob die dargestellte Liquiditätsentwicklung irgendwelche Regelmäßigkeiten aufweist und ob sie in einer bestimmten typischen Wechselbeziehung zum Konjunkturverlauf steht. Nach den Resultaten, die wir bisher aus der Empirie gewonnen haben, wäre diese Frage zu verneinen. Es läßt sich nämlich für jede Phase der Konjunktur ein Beispiel anführen, in dem die Liquiditätsentwicklung sowohl die eine wie die andere Richtung einschlägt. So z. B. im Falle der Krise: 1907 sinkende, 1926 steigende Liquiditätsziffern. Eindeutig liegen die Dinge allein in der auslaufenden Depression; hier kann man sowohl für die Vor- wie für die Nachkriegszeit eine zunehmende Verflüssigung feststellen. Der Umstand, daß nur in der Depression die Liquiditätsreihe einen typischen Verlauf nimmt, deutet auf den hier entscheidenden Zusammenhang hin, nach dessen Berücksichtigung es durchaus möglich erscheint, die Liquiditätsreihe mit den übrigen Konjunktursymptomen zu koordinieren. Er berechtigt nämlich zu dem Schluß, daß in der Depression ein sonst wirksamer „Störungsfaktor" ausgeschaltet ist und infolgedessen allein die innerbetriebliche Dynamik als Bewegungsursache der Liquidität in Frage kommt. Dieser „Störungsfaktor" ist der Zustrom von langfristigem Kapital in die Unternehmung. So wissen wir aus den Bilanzen, daß in den Vorkriegsjahren die Kapitalzufuhr im Anstieg und in der Hochspannung vor sich ging, während in den Nachkriegsjahren auch in der Krise (1926!) Kapitalemissionen erfolgten und späterhin noch in einer Zeit anhielten, die längst krisenreif war (1928—1930). — Hier liegt der Gedanke nahe, eine Bereinigung der Zahlen vorzunehmen, um gewissermaßen eine „Normallinie" der Liquiditätsschwankungen herauszudestillieren. Ehe man jedoch an einen solchen Versuch herangeht, muß man sich darüber im klaren sein, daß die vollständige Elimination der Kapitalemissionen eine unstatthafte Abstraktion bedeuten würde. Die Kapitalaufnahme ist ein ökonomi-

scher Vorgang und keine Zufallssache. Sie steht im Zusammenhang mit der Dynamik der Wirtschaft und ist gewissermaßen ein „wesentlicher Bestandteil" der Betriebsdisposition im Konjnunkturverlauf. Es wäre daher falsch, wollte man die Erweiterung der Unternehmen statistisch ungeschehen machen, indem man sie als Störungsfaktor behandelt. Das geht schon deswegen nicht an, weil durch die Expansion eine ganz neue Lage geschaffen wird, die auch für die künftige Liquiditätsentwicklung bestimmend ist. Also nicht die eigentliche Emission und Investierung sind die Störungsfaktoren, sondern vielmehr etwas Anderes. Eine Kapitalaufnahme wird nämlich immer dann die bilanzmäßige Liquiditätsentwicklung stören, wenn die neuzugeflossenen Mittel in dem betreffenden Geschäftsjahr nicht vollständig investiert wurden und sich restliche Emissionsbeträge noch unter den flüssigen Mitteln befinden. Auf die Ausschaltung eben dieser Restbeträge kommt es an. Das soll in der Weise geschehen, daß zunächst die Differenz festgestellt wird zwischen dem Zugang an langfristigem Kapital (Zugang an eigenen und langfristigen fremden Mitteln) und der erfolgten langfristigen Investierung (Zugang bei den Anlagen). Dieser Saldo gibt an, welcher Betrag des Emissionserlöses sich noch unter dem Deckungsfonds befindet, d. h. noch nicht investiert wurde. Er ist von den Deckungsmitteln abzusetzen und die verbleibende Summe als neue Basis für die Liquiditätsrechnung zu betrachten. Hier wird die Voraussetzung gemacht, daß die langfristigen Mittel im Emissionsjahre zunächst nur zur Anlagenfinanzerung verwendet werden. Nun kann man aber die Beobachtung machen, daß ein Teil des Restbetrages in den folgenden Jahren zur Erhöhung der Vorräte benutzt wird. (So wird z. B. in den Jahren 1904—1913 die Vorratserweiterung mit langfristigen Mitteln finanziert.) Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, werden folgende Berechnungen angestellt. Der Saldo zwischen der Kapitalaufnahme eines Jahres und der Anlagenzugänge wird in das nächste Jahr vorgetragen und von ihm der Vorratszugang dieses nächsten Jahres abgesetzt, der verbleibende Rest schließlich wird dem neu errechneten Saldo zwischen Kapital und Anlagezugang zugeschlagen. Diese etwas verwickelte Rechnung soll an einem Beispiel vorgeführt werden.

Der Zugang an langfristigemKapital im Jahre 1905 beträgt in der Generalbilanz 110,97 Mill. Mk., die Erweiterung der Anlagen 94,22 Mill. Mk. Die Differenz beläuft sich also auf 16,75 Mill. Mark. Sie wird von den Deckungsmitteln (349,73 Mill. Mk.) abgezogen und ergibt 332,98 Mill. Mk. Dieses ist der um die Emissionsreste bereinigte Betrag, der nunmehr in die Deckungsproportion einbezogen wird. Der Saldo von 16,75 Mill. Mk. wird sodann in das nächste Geschäftsjahr vorgetragen und von ihm die Vorratszugänge von 1906 abgezogen (21,09 Mill. Mk.). Jetzt wird wiederum die Differenz zwischen Kapitalzugang 1906 (189,5 Mill. Mk.) und Anlagenerweiterung (139,0 Mill. Mk.) berechnet (= 50,05 Mill. Mk.) und nach Berücksichtigung des um die Vorratserhöhung ge-

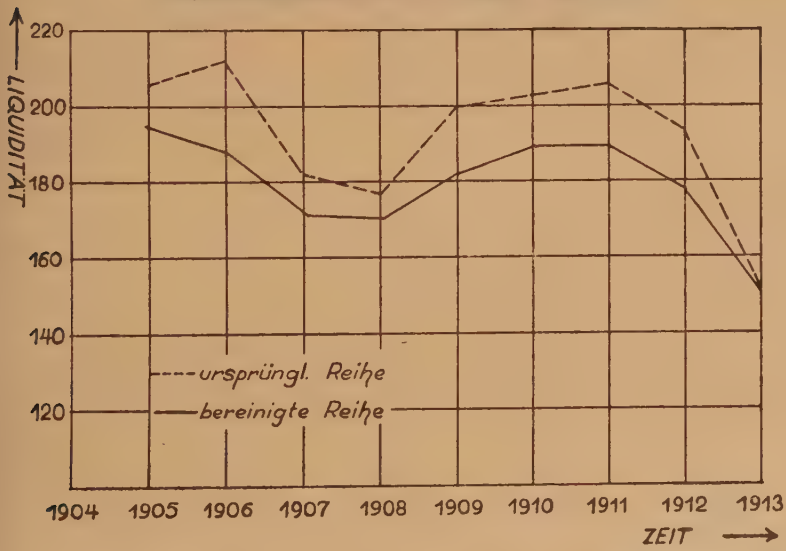
kürzten Vortragspostens von den Deckungsmitteln abgezogen. Also: 50,05 (Emissionsrest in 1906) + 16,75 (Emissionsrest aus 1905) ./. 21,09 (Vorratszugang in 1906) = 45,71 Mill. Mk. Diese sind von dem Deckungsfonds des Jahres 1906 (420,35 Mill. Mk.) abzuziehen und ergeben 374,64 Mill. Mk. als bereinigten Betrag der Deckungsmittel. — (Fehlerquellen: Unterbewertung der Anlagen und Vorräte.)

Im nachfolgenden soll die Liquiditätsreihe der Vorkriegszeit nach dieser Methode bereinigt und der ursprünglichen Kurve gegenübergestellt werden. Eine gleiche Behandlung der Nachkriegszahlen stößt auf besondere technische Schwierigkeiten (wie Ausfall der Zahlen einer ganzen Industriegruppe im Jahre 1924; Stahlwerksfusion etc.) und kann daher hier nicht durchgeführt werden.

Die bereinigte Liquiditätsreihe von 50 Industriefirmen.

	1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
ursprüngliche Reihe in %	206	212	182	177	200	203	206	194	152
bereinigte Reihe in %	195	188	172	170	182	189	189	178	152

Abb. 2: **Gegenüberstellung der bereinigten mit der unbereinigten Liquiditätsreihe für die Jahre 1905—1913.**



Die bereinigte Kurve zeigt einen flacheren und gleichmäßigeren Verlauf als die ursprüngliche Reihe. Danach würde die „Normalentwicklung" der Liquidität in den einzelnen Phasen der Konjunktur etwa folgendermaßen ablaufen:

Im Anstieg: gleichbleibend, evtl. leicht sinkend. In der Hochspannung: Rückgang. In der Krise: Ebenfalls Rückgang, aber stärker als in der Hochspannung. In der Depression:

Im ersten Depressionsjahr weiteres, aber bereits langsameres Absinken; im zweiten bzw. letzten Depressionsjahr ansteigende Tendenz.

III. Die Kapitaldisposition im Konjunkturverlauf.

Wir treten nunmehr in ein weiteres Stadium der Liquiditätsanalyse ein, in dem nachgewiesen werden soll, auf welche Dispositionen des Unternehmers hin die Liquiditätsschwankungen entstehen.

1. Die Entwicklung der Einzelwerte.

Jede Positionsänderung in der Bilanz berührt die Liquidität, und zwar bei Anschaffungswertrechnung sowohl mengen- wie wertmäßige Schwankungen, bei Tageswertrechnung nur Substanzänderungen. Die vorliegenden Bilanzen sind nun entsprechend den gesetzlichen Vorschriften nach dem Anschaffungs- und Niederstwertprinzip aufgestellt. Das bedeutet aber in diesem Zusammenhang, daß wir von einer Unterscheidung der Veränderungen nach ihrem mengen- oder wertmäßigen Ursprung völlig absehen können. Dies gilt es zu beweisen.

Die bilanzmäßige Erhöhung einer Realwertposition ist entweder auf mengenmäßiges Wachstum oder auf Wertsteigerungen bei Beschaffung der Güter zurückzuführen, während Wertsteigerungen am ruhenden Vermögen infolge des Niederstwert- und Realisationsprinzips nicht in Erscheinung treten. Daß jede dauernde mengenmäßige Erhöhung der Realwerte zu vermehrtem Abfluß von flüssigen Mitteln führen muß, ist klar. Doch mit den Wertsteigerungen verhält es sich nicht anders; denn infolge der Anschaffungswertrechnung befinden sich in der Kasse nur noch so viele flüssige Mittel, wie gerade hinreichend wäre, um die gleiche Substanz auf dem alten, niedrigen Wertniveau wiederzubeschaffen. Es fehlt also darin der Betrag in Höhe der Wertsteigerung. — Das Entsprechende gilt für Positionssenkungen. Diese können aus drei verschiedenen Anlässen entstehen: Entweder werden geringere Mengen bei gleichen Preisen beschafft oder die Wiederbeschaffung der gleichen Mengen erfolgt zu niedrigeren Werten und schließlich können Wertsenkungen am ruhenden Vermögen über die Erfolgsrechnung abgeschrieben werden. Im ersten Falle ist der Zusammenhang zur Liquidität ohne weiteres deutlich, aber auch in den letzten beiden ergibt sich das gleiche Resultat. Denn im zweiten Fall hat die Anschaffungswertrechnung zur Folge, daß nach der Wiederbeschaffung auf dem niedrigen Wertniveau gerade so viel überschüssige Geldmittel in der Unternehmung verbleiben, wie die Differenz beträgt zwischen den alten und den neuen Werten, da in der Kasse unnnötigerweise so viel Geld bereitgehalten wird, als erforderlich wäre, um die gleiche Substanz auf dem alten hohen Wertstande wiederzubeschaffen. Im dritten Falle endlich, dem übrigens die Legung stiller Reserven zuzurechnen ist, führt die Verrechnung der Wertsenkungen über die Gewinn- und Verlustrechnung zur Ermittlung von Scheinkosten und infolgedessen zur Zurückbehaltung von flüssigen Beträgen in der

Kasse, woraus sich ebenfalls eine Erhöhung der Liquidität ergibt. — Es wäre an dieser Stelle der Einwand berechtigt, daß der Abbau eines infolge des Niederstwertprinzips unterbewerteten Bestandes zu einem viel höheren Zugang an flüssigen Mitteln führt, als der rechnungsmäßige Abgang in der Bilanz beträgt. Solange jedoch Wertsteigerungen als Gewinn ausgeschüttet werden, verbleibt nach der Ausschüttung in der Kasse als zusätzlicher Betrag nur soviel, wie auch bilanzmäßig als Abbau ausgewiesen wurde.*)

a) Die Entwicklung der Vermögenswerte.

1. Die Anlagen.

Die grundsätzlichen Veränderungsmöglichkeiten der Anlagenposition in der Bilanz sind folgende:

Die Anlagen können eine Verminderung durch „Abgänge" erfahren und durch Abschreibungen. Die Abgänge stellen ein effektives Ausscheiden von Anlageteilen aus dem Betriebe dar, gewöhnlich am Markte der Liquidationsgüter. Vom Standpunkt der Liquidität sind sie unproblematisch. Der Erlös der veräußerten Anlagen geht den flüssigen Mitteln als Bestandserhöhung zu. Stand die Anlage mit einem höheren Wert zu Buch, als bei der Versilberung dafür erzielt werden konnte, so muß die Differenz abgeschrieben werden. In welcher Weise diese Korrektur auf die Liquidität einwirkt, wird sich noch aus den weiteren Erörterungen über die Abschreibung ergeben. — Während die Abgänge Umsätze am Liquidationsmarkt sind, stellen die Abschreibungen eine allmähliche Verflüssigung der Anlagen durch Umsatz am Absatzmarkte dar. Die Abschreibungen sind entweder ordentliche oder außerordentliche. Im ersten Falle stellen sie die Verrechnung von Kostenteilen (sog. kalkulative Abschreibungen)[90]) dar, im zweiten entweder eine Belastung des Gewinnes (infolge von Fehlinvestitionen, durch Legung stiller Reserven und aus Gründen der Selbstfinanzierung) oder eine Belastung des Kapitalkontos (Wertberichtigungen). — Die Erhöhung der Anlagen erfolgt ganz allgemein durch „Zugänge". Vom Standpunkt der Liquidität — und die ganze nachfolgende Abhandlung ist immer nur ganz einseitig unter diesem Gesichtswinkel zu betrachten —, vom Liquiditätsstandpunkt also, sind zu unterscheiden Zugänge, die durch Kauf am Beschaffungsmarkt entstehen, für die also flüssige Mittel aus der Unternehmung fließen und Anlagezugänge, die auf dem Fusionswege entstanden sind. Letztere be-

*) Der Vollständigkeit halber muß auf eine Ausnahme der Regel, daß alle Positionsänderungen in der Anschaffungswertbilanz die Liquidität verändern, hingewiesen werden. In denjenigen Fällen nämlich, in denen die Anschaffungswertpraxis Veränderungen der Vermögenswerte nicht über die Erfolgsrechnung, sondern über Kapitalkonto (evtl. Reserve- oder Wertberichtigungskonto) verbucht, — so Sanierungsabschreibungen, aber auch Zugänge aus Fusionen — wird die Liquidität der Unternehmung durch die betreffenden Positionsänderungen nicht berührt.

90) H. Grossmann, Die Abschreibung vom Standpunkt der Unternehmung, Berlin 1925, S. 79 ff.

rühren — wie wir wissen — die Liquidität zunächst überhaupt nicht und können daher hier unberücksichtigt bleiben. Die eigentlichen Zugänge nun dienen entweder der Erneuerung (Reproduktion) oder darüber hinaus der Erweiterung (Substanzvergrößerung) der Unternehmung.

Im normalen Betriebsleben sind Abschreibungen und Zugänge die wichtigsten Veränderungsfaktoren der Anlagen. Sie gehören im Grunde innerlich zusammen, denn im Kreislauf der Werte durch das Unternehmungsvermögen stellen beide nur eine bestimmte Phase im gleichen Umlaufsprozeß dar. Die Abschreibung versinnbildlicht den Vorgang der Liquidation, die Zugänge, den Vorgang der Investition. Durch die Abschreibung findet eine Teilliquidation von Anlagevermögen statt in der Weise, daß dessen Werte — in Höhe des entstandenen Wertverzehrs — von einem Umsatzträger — dem Fertigfabrikat — übernommen werden und nach dessen Absatz im Markte als Erlösbestandteil in flüssiger Form in die Kasse eingehen. So vollzieht sich eine langsame Verflüssigung äußerst illiquider Vermögensteile, indem ihr Gegenwert in Form von Abschreibungen über die Vorräte und Debitoren allmählich immer mehr in die Sphäre der Liquidität vorrückt. Aus dieser werden sie durch die Zugänge wieder in ihren ursprünglichen illiquiden Zustand überführt. Wenn dieser Prozeß in Form einer automatischen Reproduktion ablaufen würde, gäbe es vom Standpunkt der Liquidität nichts dazu zu sagen; sie bliebe durch diesen Vorgang vollkommen unverändert. In Wirklichkeit kann aber der Kreislauf bei seinem Durchgang durch die flüssigen Bestände dauernd oder vorübergehend unterbrochen, verengt oder erweitert werden.

Als Abschreibungen sind hier zunächst nur solche auf Anlagevermögen zu verstehen, und zwar nur auf Gebrauchsvermögen, nicht auch solche auf Beteiligungen. Bei letzteren handelt es sich um eine Verrechnungstechnik für Wertsenkungen, nicht aber um eine Teilliquidation des Vermögens im Absatzmarkt. Sie sind als außerordentliche Abschreibungen zu betrachten und wirken auf die Liquidität in derselben Weise wie diese ein. Für sie gilt daher das Gleiche, was weiter unten über die außerordentlichen Abschreibungen zu sagen ist. Beteiligungen beeinflussen die Liquidität (negativ) bei ihrem Erwerb und (positiv) bei ihrer Veräußerung. In der Praxis hat sich z. T. die Methode herausgebildet, in Zeiten unzureichender Zahlungsbereitschaft eine Teilliquidation der Beteiligungen vorzunehmen durch Abstoßen kleinerer Posten.[91]) Hiermit wird das gleiche Ergebnis erzielt wie durch ordentliche Abschreibungsbeträge, die man zu investieren unterläßt.

Es wird sich an dieser Stelle nicht vermeiden lassen, einige ganz kurze Bemerkungen über die Funktion der Abschreibung einzuschalten. — Die Abschreibung hat eine materielle und eine formelle Aufgabe zu erfüllen. Die materielle Aufgabe besteht in der

[91]) Vgl. GB. der Fr. Krupp AG. von 1931/32.

Sicherung der Erneuerung der verbrauchten Anlagen, die formelle in der Verrechnung von Wertverzehr. Durch diese letztere Funktion wird die Ermittlung der Selbstkosten und des Erfolges, sowie die Feststellung des richtigen Vermögens durch Korrektur der Anlagewerte ermöglicht. — Was als Abschreibung in die Erfolgsrechnung eingesetzt wird, stellt Kosten dar. Das hat aber für die Liquidität seine besondere Bedeutung. Die Abschreibung geht als Kostenbestandteil in den Markt hinaus und kehrt aus diesem als Erlösbestandteil in die Kasse zurück. Hier werden aus den Erlösen die zur Fortführung der Produktion erforderlichen Erträge zurückgehalten, während der Rest als Gewinn ausgeschüttet wird. Zur Auffüllung der Kostenfonds wird aber automatisch derjenige Betrag einbehalten, der in die Erfolgsrechnung der betreffenden Periode als Selbstkosten eingesetzt wird. Nun kann es natürlich weder für die Substanzerhaltung der Unternehmung noch ihre Liquidität gleichgültig sein, wie hoch die Abschreibung bemessen wird. Wird sie zu hoch angesetzt, so stauen sich mehr flüssige Mittel in der Unternehmung, als für die Reproduktion erforderlich ist, und die Liquidität bessert sich zu Lasten des Gewinnes. Umgekehrt werden bei Abschreibungen, die die Selbstkosten nicht decken, Mittel zu Gunsten des Gewinnes ausgeschüttet, die späterhin bei der Reproduktion fehlen und zur Liquiditätsverschlechterung führen. Hier ist es außerordentlich wichtig, einen sicheren Maßstab zu finden für das, was nun tatsächlich Kosten und das, was Gewinn ist; und zwar im Interesse der Substanzerhaltung und richtigen Gewinnermittlung, sowie im Interesse der Liquidität. Den richtigen Maßstab hierfür gibt allein der Wiederbeschaffungswert am Umsatztage, bzw. in unserem Spezialproblem: die Abschreibung vom Tageswert.[92]) Wir nehmen sie daher zum Ausgangspunkt für unsere weiteren Ueberlegungen. Sie soll vor allen Dingen zur Beurteilung dessen dienen, ob eine bestimmte Abschreibung zu hoch oder zu niedrig, oder ob sie „richtig" bemessen wurde.[93]) In der Praxis begegnet man immerfort diesen Unter- oder Ueberabschreibungen, d. h. es werden ständig entweder Mittel aus dem Kostenfonds als Gewinn ausgeschüttet oder dieser durch Gewinnbeträge überfüllt. Der Liquiditätsregulierung durch die Abschreibung (— es gibt auch eine solche durch die Zugänge, aber sie soll vorläufig außer Acht gelassen werden —) ist ein relativ weiter Spielraum gegeben. Die Grenze der liquiditätsverschlechternden Einwirkung liegt dort, wo das Abschreiben völlig unterbleibt, denn dann fließt mit dem eigentlichen Gewinn noch ein zusätzlicher Bertag in Höhe der Tageswertabschreibung aus der Kasse ab. Die obere Grenze dagegen befindet sich, wo die Abschreibung über ihre Tageswerthöhe hinweg auch den Gewinn absorbiert. Ja, sie kann noch darüber hinaus gezogen werden durch Errechnung eines Verlustes, der, wenn er vorgetragen wird, zur Folge hat, daß auch die

---

92) F. Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, 3. Aufl., Leipzig 1929, S. 170 ff.

93) also nicht, ob sie zu hoch oder zu niedrig vom Standpunkt des Anschaffungswertes angesetzt wurde.

Gewinne der folgenden Perioden in der Kasse zurückbehalten werden. (Liquiditätspolitik auf lange Sicht.) In einem gegebenen Zeitpunkt allerdings ist eine Liquiditätsverbesserung immer nur in Höhe des bereits erzielten Gewinnes möglich. —

Bisher wurde die stillschweigende Voraussetzung gemacht, daß die Abschreibung vom Markte vergütet wird. Denn nur wenn das zutrifft, gehen auch tatsächlich flüssige Mittel in die Unternehmung ein. Es ist daher noch der Fall in Betracht zu ziehen, daß aus irgend einem Grunde der Markt den Gegenwert der Abschreibung nicht mehr zurückgibt. Gehen die Gewinne der Unternehmung auf den Nullstand zurück, jedoch ohne in Verluste umzuschlagen, so nehmen die flüssigen Mittel noch um den vollen Betrag der Abschreibungen zu; beginnt sie mit Verlust abzuschließen, — was ein Zeichen dafür ist, daß die Abschreibungen nicht mehr voll hereinkommen —, so wachsen die flüssigen Mittel noch solange an, bis der Verlust gleichhoch ist wie die Abschreibung; erst wenn er deren Höhe überschreitet, werden schließlich auch die flüssigen Bestände angegriffen.[94]) Aus diesen Zusammenhängen erkennt man deutlich die liquiditäts s c h ü t z e n d e Funktion der Abschreibung. Unter der Voraussetzung, daß die Erneuerung der Anlagen unterlassen wird, können Verluste erst dann auf die Liquidität einwirken, wenn sie höher sind als die Abschreibungen. Je kapitalintensiver ein Betrieb also ist, d. h. je größer der Anteil der Abschreibungen an seinen Gesamtkosten ist, umso besser kann er sich zur Wehr setzen gegen eine Gefährdung seiner Liquidität. Dieser Abwehrmaßnahme sind natürliche Grenzen gesetzt, da eine Unternehmung, die jahrelang ihre Abschreibungen nicht hereinbekommt, auf die Dauer nicht existieren kann.

Die Abschreibung hat — unter der Voraussetzung, daß sie vom Markte vergütet wird — zunächst nur zur Folge, daß sich flüssige Mittel in der Kasse ansammeln. Damit ist aber über die endgültige Liquiditätsgestaltung noch nichts gesagt, denn diese hängt letztlich davon ab, in welcher Weise die eingelaufenen Beträge verwendet werden. Hier liegen die Verhältnisse der Abschreibung anders als die der übrigen Kostenelemente, deren flüssiger Gegenwert sich nach vollzogenem Umsatz ja ebenfalls unter den Geldbeständen befindet. Aber diese Mittel unterscheiden sich insofern von den Abschreibungsbeträgen, als sie sofort wieder zur Reproduktion verwendet werden müssen, soll nicht der ganze Betrieb ins Stocken geraten. Beim Anlagenersatz handelt es sich dagegen um eine vorübergehend aufschiebbare Reproduktion. Der Betrieb kann noch eine geraume Zeit mit unveränderter Produktionskraft weiterlaufen, auch wenn die Erneuerung zeitweilig aussetzt. — Trotzdem nun die Abschreibungsbeträge Vermögenssubstanz in liquider Form darstellen, also zu einem bestimmten Produktionsaufbau der Unternehmung unbedingt erforderlich sind, kann über sie in gewissem Sinne frei verfügt werden, wie über anderes überschüssiges Vermögen auch.

[94]) Vgl. auch Rieger, Einführung in die Privatwirtschaftslehre, Nürnberg 1928, S. 280.

Wir wollen nunmehr sämtliche grundsätzlichen Verwendungsmöglichkeiten der Abschreibungsgelder untersuchen. Die Abschreibungsbeträge können in folgender Weise verwendet werden:

1. Zur Anlage in Realwerten,
2. zur Anlage in Geldwerten,
3. zur Kapitalrückzahlung.

(1) Die Abschreibungsbeträge können bei ihrer Ueberführung in die Realwerte entweder in Anlagen oder in realen Umsatzwerten investiert werden. Die Investierung in Anlagewerten ist der eigentliche Bestimmungszweck der Abschreibung. Hier liegt ihr die Aufgabe ob, das Gebrauchsvermögen zu reproduzieren, um die Substanzerhaltung des Betriebes zu gewährleisten. Bilanzmäßig erscheint die Investierung in Form von „Zugängen". Deren Wirkung auf die Liquidität wird ganz verschieden sein, je nachdem, ob sie kleiner, größer oder gleichhoch sind wie die Abschreibungen. Sind sie kleiner, so wird in Höhe der Differenz die Liquidität verbessert; sind sie höher, so werden zusätzliche Mittel investiert, die Liquidität verschlechtert sich um den überschießenden Betrag; und nur im Falle, wo beide sich das Gleichgewicht halten, bleibt die Liquidität unverändert. —

Die Zugänge dienen entweder der Reproduktion oder darüber hinaus der Erweiterung der Anlagen oder sie führen, wenn sie zum Ersatz der Substanz nicht ausreichen, zu ihrem Abbau. Man sollte nun meinen, daß der jeweilige Tatbestand sich in den Anschaffungswertbilanzen daran ablesen läßt, ob die Zugänge gleich den Abschreibungen, höher oder niedriger als diese sind. Und man wird ferner vermuten, daß einer Erweiterung des Betriebes eine Verschlechterung der Liquidität, seinem Abbau ihre Verbesserung entspricht. Das braucht jedoch beides nicht der Fall zu sein, wie ein Vergleich der bilanzmäßigen Abschreibung mit der Abschreibung vom Tageswert erweisen wird. Es sollen hier drei Fälle angenommen werden. Im ersten fällt die bilanzmäßige Abschreibung mit der Tageswertabschreibung zusammen, im zweiten liegt sie darüber, im dritten darunter. Für jeden Fall soll nun untersucht werden, was sich ergibt, wenn der Zugang gleich, höher oder niedriger als die Abschreibung ist. Es wird angenommen, daß die Unternehmung mit Gewinn arbeitet, d. h. daß ihre Kosten einschl. der Abschreibungen vom Markt vergütet werden. Erster Fall: Bilanzmäßige Abschreibung gleich Tageswertabschreibung. (a) Der Zugang ist gleich der Abschreibung: wir haben den reinen Fall der Anlagenreproduktion;[95]) die Liquidität bleibt unverändert. (b) Der Zugang

[95]) Allerdings wird zu Beginn der Lebenszeit eines Betriebes fast immer eine Reproduktion überhaupt noch nicht möglich sein. Die Investierung der Abschreibungen führt in diesem Fall zu Erweiterungen, da die Anlageteile zunächst voll funktionsfähig bleiben und einer Reproduktion vorerst nicht bedürfen. Was in der Bilanz bei „jungen" Betrieben als Reproduktion erscheint, ist faktisch Erweiterung. Also: gleichbleibende Liquidität trotz Erweiterung.

liegt über der Abschreibung: der Betrieb wird erweitert; die flüssigen Mittel nehmen um die Differenz der beiden Größen ab. (c) Der Zugang ist niedriger als die Abschreibung: der Betrieb wird abgebaut; die Liquidität verbessert sich. — Zweiter Fall: Die verrechnete Abschreibung liegt über der Tageswertabschreibung. (a) Der Zugang ist gleich der Abschreibung: Betriebserweiterung, obgleich Anlagenposition unverändert; die Liquidität bleibt unberührt, aber der Gewinn wird geschmälert, auf dessen Kosten die Ueberabschreibung und die Erweiterung geht. (b) Der Zugang liegt über der Abschreibung: Betriebserweiterung, und zwar höher als der Ueberschuß des Zuganges, aber Liquiditätsminderung nur in dessen Höhe. (c) Der Zugang ist niedriger als die Abschreibung: alle drei Tatbestände denkbar, und zwar: so lange Betriebserweiterung, als Zugang nicht unter dem Niveau der Tageswertabschreibung (es erscheint also in der Bilanz etwas als Abbau, was in Wirklichkeit Erweiterung ist), Reproduktion, wenn gleich der Tageswertabschreibung und erst wenn darunter, Abbau. In allen Fällen verbessert sich die Liquidität, d. h. also diesmal auch bei der Erweiterung! — Dritter Fall: Die bilanzmäßige Abschreibung liegt unter der Tageswertabschreibung. (a) Der Zugang ist gleich der Abschreibung: Betriebsabbau trotz unveränderter Bilanzposition; Liquidität bleibt gleich; der Gewinn wird erhöht, zu dessen Gunsten der Abbau sich auswirkt. (b) Der Zugang ist höher als die Abschreibung: wiederum alle drei Tatbestände möglich: Abbau, so lange als Zugang die Höhe der Tageswertabschreibung nicht erreicht (in der Bilanz allerdings Erhöhung der Position), sodann Reproduktion und, wenn der Zugang höher als die Tageswertabschreibung: Erweiterung. In allen drei Fällen Liquiditätsverschlechterung, d. h. auch dann, wenn abgebaut wird. (c) Der Zugang ist niedriger als die Abschreibung: Abbau, der in Wirklichkeit umfangreicher ist als die Positionssenkung in der Bilanz beträgt: Liquiditätsverbesserung. —

Bei näherer Betrachtung stellt sich heraus, daß die regelwidrigen Fälle (diejenigen, bei denen ein Abbau zu einer Liquiditätsverschlechterung und eine Erweiterung zu ihrer Verbesserung führt) sich letztlich auf den normalen Sachverhalt reduzieren lassen. Im Falle des Abbaus entsteht eine Liquiditätsverschlechterung nur deswegen, weil infolge der Unterabschreibung freigesetztes Anlagevermögen als Gewinn ausgeschüttet wird, das sich jedoch bis zur Ausschüttung als Ueberschuß in der Kasse befindet. Umgekehrt erklärt sich die Liquiditätsverbesserung bei Erweiterungen daraus, daß infolge der Ueberabschreibung Gewinnbeträge in der Kasse einbehalten werden, die nicht völlig in der Erweiterung aufgehen. Hätte man den Gewinn zur Anlagenfinanzierung nicht heranziehen können, so wäre auch in diesem Falle die zu erwartende Verknappung der Mittel eingetreten. — Bisher wurde angenommen, daß der Markt die Tageswertabschreibung vergütet. Entsteht jedoch eine Verschlechterung im Absatzmarkt, während die Werte im Beschaffungsmarkt der Anlageteile unverändert hoch geblieben sind,

so reichen die einlaufenden Beträge zur Reproduktion nicht mehr aus. Die Substanz kann jetzt nur mit Hilfe von zusätzlichen Mitteln erhalten bzw. erweitert werden. Auch hier ergeben sich wieder verschiedene Ergebnisse, je nachdem ob die kalkuliérte Abschreibung über, unter oder auf gleicher Höhe mit der vom Markt vergüteten liegt, wobei wiederum die drei besprochenen Variationen jeden Falles möglich sind. Da sie jedoch zu grundsätzlich gleichen Resultaten führen, wie soeben dargelegt, erübrigt es sich, darauf einzugehen.

Für die Beziehungen zwischen den Anlagen und der Liquidität ist die positive oder negative Differenz zwischen Zugängen und Abschreibungen entscheidend. In Wirklichkeit jedoch wird über den Zufluß an flüssigen Mitteln, die sich aus unterbliebener Reproduktion ergibt, sofort verfügt, sodaß der Zugang bei den Deckungsmitteln zum Zeitpunkt der Bilanzaufstellung oft gar nicht mehr in Erscheinung tritt. So besteht die Möglichkeit, die freien Abschreibungsbeträge in r e a l e n U m s a t z w e r t e n zu investieren. Das kann entweder durch Beschaffung von Rohstoffen oder durch Kostenzahlungen (Löhne, Zinsen etc.) geschehen. Arbeitet die Unternehmung mit Gewinn, so wird in beiden Fällen das Umsatzvermögen erhöht (im ersten Fall durch zusätzliches Material, im zweiten durch Finanzierung der Lohn- und Unkostenzuschläge auf die vermehrten Zwischen- und Fertigfabrikate). Arbeitet die Unternehmung mit Verlust, so dient die Investierung der Abschreibung in Umsatzwerten in Wirklichkeit der Verlustabdeckung; sie verhindert den weiteren Schwund des Betriebskapitals, dessen Mittel durch Verlustaufwand verzehrt werden. — Die Gründe für die vorerwähnten Verwendungsarten der Abschreibung sind entweder technischer, konjunktureller oder struktureller Natur. T e c h n i s c h e r Natur sind sie in den — gegenwärtig der Praxis noch unbekannten — Fällen, daß die Abschreibungsgelder, wenn sie nicht sofort in Anlagewerten investiert werden können, zur Sicherung ihrer Kaufkrafterhaltung in Gütern angelegt werden müssen, die die gleichen Wertänderungen mitmachen wie die betreffenden Anlagen.[96]) K o n j u n k t u r e l l e Gründe liegen dann vor, wenn Abschreibungsbeträge vorübergehend in spekulativen Vorräten angelegt werden. Während die bewußte und dauernde Verschiebung der Vermögenswerte vom Anlage- zum Umsatzvermögen mit Hilfe der Abschreibung, s t r u k t u r e l l e n Charakters ist. — Bei Anlage der Abschreibungsbeträge in realen Umsatzwerten ist die Liquidität der Unternehmung günstiger zu beurteilen, als wenn sie ihrem eigentlichen Bestimmungszweck zugeführt worden wären, weil die Mittel in einer Zone relativ schneller Umschläge arbeiten. —

(2) Die zweite grundsätzliche Verwendungsmöglichkeit für die Abschreibungen ist ihre Anlage in G e l d w e r t e n. Diese geht in der Weise vor sich, daß die Gelder entweder in der Kasse oder Bank belassen werden oder zum Ankauf von Wertpapieren bzw. zur Darlehenshingabe dienen. Das geschieht wiederum aus einem

[96]) Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, Leipzig 1929, S. 182.

technischen, konjunkturellen oder strukturellen Grunde. Der Anlaß für die liquide Anlage der Abschreibungsbeträge ist technischer Natur, wenn die Reproduktion nicht laufend, sondern in längeren Zwischenräumen stoßweise vor sich geht. So z. B., wenn die Abschreibung eines Jahres zur Beschaffung eines größeren Objektes nicht hinreicht und erst die Akkumulation der Abschreibungsbeträge mehrerer Rechnungsperioden den Ankauf ermöglicht. Von ganz besonderer Bedeutung ist die liquide Anlage der Abschreibungen infolge konjunktureller Veränderungen. „In den Zeiten der Krise, in denen die Zugänge im allgemeinen geringer sind als die Abschreibungen, wird ... der überschießnede Teil der Abschreibungen in den Betrieben aus dem Gewinn zurückbehalten und bessert ihre Liquidität, ... denn soweit nicht die Beträge im Betrieb selbst gebraucht werden, schlagen sie sich als Bankguthaben oder in Außenständen nieder".[97]) — Strukturelle Verlagerungen im Vermögensaufbau, die zu einer dauernden Verkleinerung der Anlagen führen und die dauernde Erhöhung der flüssigen Bestände um eine konstitutiv mangelhafte Liquidität zu beseitigen, haben ebenfalls eine Anlage der Abschreibungen in Geldwerten zur Folge. Der Zusammenhang zur Liquidität ist in allen Fällen evident. —

(3) Die dritte Form der Verwendung von Abschreibungen ist ihre Benutzung zur Kapitalrückzahlung. Hierunter ist nur die Rückerstattung langfristigen Kapitals zu verstehen, da die Abtragung der kurzfristigen Verbindlichkeiten begrifflich zum Fall der Anlage von Abschreibungsbeträgen in Umsatzwerten gehört. Mit Abschreibungsgeldern kann entweder das Eigenkapital oder das Fremdkapital zurückgezahlt werden. Die Rückerstattung von Eigenkapital vollzieht sich in zwei Formen: über den Gewinn oder über das Kapitalkonto. Im ersten Falle kann bewußt ein Bonus oder eine Tilgungsquote dem eigentlichen Betriebsgewinn zugeschlagen werden, sehr oft geschieht dies aber unbeabsichtigt, da die Unternehmer gar nicht bemerken, daß sie im Falle von Unterabschreibungen Beträge als Gewinn ausschütten, die in Wirklichkeit Vermögenssubstanz darstellen. — Im zweiten Falle pflegen Aktiengesellschaften ihre eigenen Aktien aufzukaufen und sie alsdann unter Herabsetzung des Stammkapitals einzuziehen. — Die Rückzahlung von Fremdkapital ist entweder eine planmäßige, allmähliche Tilgung, oder eine vorübergehende, einmalige Maßnahme, wie z. B. der gelegentliche Rückkauf eigener Schuldverschreibungen.

Es können wiederum technische, konjunkturelle und strukturelle Gesichtspunkte sein, die zur Verwendung der Abschreibungsgelder für die Kapitalrückzahlung führen. Die technischen Gründe sind im wesentlichen folgende: In einem großen Sektor der industriellen Erzeugung ist eine Reproduktion bestimmter Anlagewerte überhaupt nicht möglich, so bei den Abbaulagern der Urproduktion. Hier ist es wirtschaftlich durchaus sinnvoll, die Abschrei-

[97]) Schmidt, Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler! Z. f. B. 1927, 2. Sonderheft, S. 51.

bungsbeträge zur Kapitalrückzahlung zu verwenden. Ferner kann in Fällen, in denen Großanlagen vorwiegend mit Fremdkapital finanziert werden (z. B. Elektrizitätswerke) die Abschreibung zur Tilgung der langfristigen Schulden dienen. Zur Durchführung der Erneuerung wird dann der erforderliche Betag vom Kapitalmarkt herangezogen. — Die konjunkturelle Verschlechterung der Rentabilität führt insbesondere bei hochverschuldeten Unternehmen zur Verwendung der Abschreibung für die Rückzahlung von Fremdkapital. Hierdurch wird die Zinsenlast vermindert und damit ein Teil der besonders drückenden fixen Kosten eingespart. — Machen strukturelle Wandlungen im Betriebe einen dauernden Abbau der Anlagen erforderlich, so können auch hier Abschreibungsbeträge zur Kapitalrückzahlung benutzt werden. Es fragt sich lediglich, ob sie in einer Situation, die zu Betriebseinschränkungen zwingt, überhaupt vom Markte eingehen. — Die Liquidität der Unternehmung wird durch die Kapitalrückzahlung aus Abschreibungsgeldern nicht verändert. Der Zugang, der sich aus der Abschreibung ergibt, wird wieder abgeführt, sodaß bei den flüssigen Beständen alles beim alten bleibt.

Es ist noch kurz die Einwirkung der außerordentlichen Abschreibung auf die Liquidität zu erwähnen. Wie wir bereits wissen, wirken auf sie nur diejenigen Sonderabschreibungen ein, die über die Erfolgsrechnung verbucht werden, während die gegen Kapitalkonto verrechneten sie unberührt lassen. Die außerordentliche Abschreibung ist in der Praxis oft nichts anderes als eine Ergänzung zur ordentlichen — falls diese unter der Abschreibung vom Tageswert liegt — und ist mit ihr im Grunde identisch, d. h. sie ist Kostenbestandteil, obwohl nicht in der Kalkulation berücksichtigt, und dient der Anlagenreproduktion. Durch die echte Sonderabschreibung dagegen werden Scheinkosten errechnet, die zur Einbehaltung von Gewinnbeträgen führen. Diese Manipulation hat zur Folge, daß die flüssigen Mittel im Betrage der Scheinkosten zu Lasten des Gewinnes erhöht werden. Dienen die zurückbehaltenen Mittel der Selbstfinanzierung und fließen sie in voller Höhe wieder in die Anlagen ab, so bleibt die Liquidität unverändert. Wird die Sonderabschreibung zur Legung stiller Reserven, zur Verrechnung von Wertsenkungen oder zur Abbuchung von Fehlinvestitionen vorgenommen, so entsteht in ihrer Höhe ein Zugang bei den flüssigen Mitteln. Er findet seine obere Grenze am Gewinn, denn selbst wenn die Sonderabschreibung diesen übersteigt, können in der betreffenden Periode doch niemals mehr flüssige Mittel eingehen, als neu hinzuverdient wurden.

Zusammenfassend ergibt sich bei Betrachtung der grundsätzlichen Beziehungen zwischen den Anlagen und der Liquidität folgendes Bild: Die Abschreibung stellt sich als ein sehr wichtiges Instrument in der Hand des Liquiditätsdisponenten dar. Durch Festsetzen ihrer Höhe wird der Betrag bestimmt, der aus dem Erlös vorerst in der Kasse einbehalten wird. In diesen Betrag kann der gesamte Gewinn einbezogen werden. Durch Variieren der Zugänge

wird alsdann die Liquidität endgültig gestaltet. Ein Ueberwiegen der Zugänge über die Abschreibungen führt zu einer Verschlechterung, ein Ueberwiegen der Abschreibungen über die Zugänge zu einer Verbesserung der Liquidität. Im Falle von Verlustabschlüssen können die Abschreibungen notfalls in voller Höhe zum Schutz der Liquidität eingesetzt werden.

Die zahlenmäßige Veränderung der Anlagen soll zunächst an einer Einzelunternehmung, der Voigt & Haeffner AG., Frankfurt a. M., demonstriert werden. Die für die Berechnung in Frage kommenden Größen sind die Zugänge, die ordentlichen und außerordentlichen Abschreibungen sowie die Abgänge. Mit ihnen wird die — positive oder negative — Differenz zwischen Zugängen und Abgängen ermittelt, die angibt, um welchen Betrag die flüssigen Mittel durch Veränderungen der Anlageposition verringert oder vermehrt worden sind. Mit dieser Feststellung wollen wir uns zunächst begnügen und erst bei der Darstellung der Anlagenbewegung in der Generalbilanz auch die Liquiditätsreihe in die Untersuchung einbeziehen. — Bei den Abschreibungen ist es nicht immer klar, ob sie nicht auch solche auf Vorräte oder Debitoren enthalten. Andererseits wären sie noch um die direkt über Unkosten verbuchten Beträge (soweit es keine Reparaturen sind) zu ergänzen.[98])

Die Veränderung der Anlagen durch Abschreibungen und Zugänge und ihr Einfluß auf die flüssigen Mittel. Dargestellt auf Grund der Bilanzen der Voigt & Haeffner AG., Frankfurt a. M.

Jahr	Zugänge	Abschreibungen ordentl.	Abschreibungen außerordentl.	Abgänge	Veränder. der fl. Mittel Sp. 1./. 2+3	Jahr	Zugänge	Abschreibung.	Abgänge	Veränder. der fl. Mittel Sp. 1./. 2+3
1904 A	167	86	—	—	—81	1924 A	319	289	—	—30
1905 A	166	208	—	—	+42	1925 H	481	374	—	—107
1906 H	219	306	—	9	+96	1926 K	327	382	—	—55
1907 H	168	117	—	—	—51	1927 H	1378	549	—	—829
1908 K	150	127	—	—	—23	1928 H	1248	776	362	—110
1909 D	697	161	—	—	—536	1929 D	1227	742	—	—485
1910 A	1529	126	100	10	—1293	1930 D	358	553	—	+195
1911 A	925	257	110	235	—323	1931 D	227	384	—	+157
1912 H	624	289	513	—	+178	1932 D	420	377	—	—43
1913 K	460	262	600	—	+402					

Die Zugänge laufen mit der Konjunkturbewegung etwa paralell. Geringe Abweichungen ergeben sich allerdings durch die Wahl des Emissionszeitpunktes (ob am Anfang oder am Ende des Anstiegs). Bei den Abschreibungen ist die Parallelität der Bewegung

---

[98]) Im GB. der Bubiag von 1904/5 z. B. wird von der vollständigen Unterhaltung der Anlagen durch Reparaturen berichtet. Hier handelt es sich zweifellos um echte Erneuerung. Trotzdem werden daneben reguläre Abschreibungen verrechnet.

noch deutlicher. In der Depression allerdings gehen sie nicht in dem gleichen Maße wie die Zugänge zurück. Die außerordentlichen Abschreibungen in den Jahren 1910—1913 stellen in Wirklichkeit eine Ergänzung zu den ordentlichen dar, die sich trotz einer Verfünffachung der Anlagewerte [99]) nicht verändert haben. Die Ziffern der Spalte 4 zeigen bei negativem Vorzeichen die Ansprüche an die flüssigen Mittel, bei positivem den Zufluß dorthin. Die Ansprüche sind bei Betriebsausdehnung offensichtlich so groß, daß sie aus den laufenden Mitteln nicht aufgebracht werden können.[100]) Es bestätigt sich hier, an einem Einzelbeispiel, was Schmidt von der Gesamtheit der Unternehmungen sagt. [101]) „In den Zeiten der Betriebserweiterung überwiegen die Zugänge die Abschreibungen, in den Perioden der Stagnation sind die Abschreibungen größer als die Zugänge an Anlagen .... Ein allgemeines Ueberwiegen der Zugänge über die Abschreibungen bedeutet, daß in diesen Zeiten alle Betriebe Ansprüche an den Kapitalmarkt zu stellen haben, weil sie die Vermehrungen der Anlagen nicht aus den Abschreibungen finanzieren können".

Die Darstellung der Anlagenbewegung der Gesamtindustrie beschränkt sich auf die Vorkriegszeit. Sie wird zunächst an Hand der absoluten Zahlen und ihrer indexmäßigen Umrechnung veranschaulicht.

Entwicklung der Anlagewerte in der Generalbilanz.

Jahr	Bewegungen der Anlagewerte in Millionen Mark	Indexziffer der Anlagebewegung. 1913=100	Jahr	Bewegungen der Anlagewerte in Millionen Mark	Indexziffer der Anlagebewegung. 1913=100
1904	776,24	50,9	1909	1185,08	77,7
1905	870,46	57,0	1910	1233,57	81,0
1906	1009,46	66,2	1911	1329,42	87,1
1907	1012,16	72,9	1912	1459,07	95,6
1908	1154,59	75,5	1913	1525,73	100,0

Man ersieht aus den Zahlen ein schnelles Wachstum in den Anstiegsjahren, eine rapide Beschleunigung in der Hochspannung und nur sehr geringe Erweiterungen in den Jahren der Krise. Um nun die Einwirkung dieser Vorgänge auf die Liquidität darzustellen, wird eine Berechnung der jährlichen Abweichung der Anlagenbewegung von der durchschnittlichen Wachstumsrate vorgenommen [102]) und ihre Reihe der bereinigten Liquiditätskurve gegenübergestellt.

---

[99]) s. Bilanzen der Voigt & Haeffner AG., 1908—1913.

[100]) Vgl. Geschäftsberichte der Voigt & Haeffner AG.

[101]) Schmidt, a. a. O., S. 50.

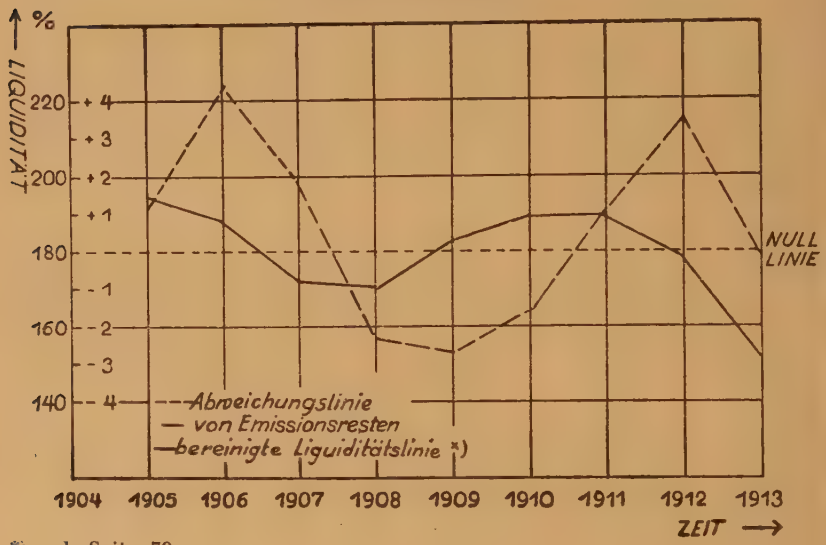
[102]) Auf Grund der Indexreihe wird zunächst das Gesamtwachstum der Bestände im Beobachtungszeitraum ermittelt. Die Division dieser Zahl durch die Anzahl der Jahre ergibt die durchschnittliche Wachstumsrate. Mit ihr werden die effektiven jährlichen Bestandsänderungen verglichen. Die Differenz zwischen der Durchschnittsrate und der jeweiligen Indexänderung ergibt dann die Abweichung.

Die Abweichung
von der durchschnittlichen Wachstumsrate der Anlagen.

1905	1906	1907	1908	1909	1910	1911	1912	1913
1,2	4,3	1,8	—2,3	—2,7	—1,6	1,2	3,6	—0,5

Die Null-Linie in dem Diagramm repräsentiert den durchschnittlichen Wachstumskoeffizienten. Wenn die tatsächlichen Ziffern unter den Durchschnitt sinken, so erscheinen sie unter der Null-Linie und umgekehrt.

Abb. 3: **Anlagenentwicklung und Liquidität.**
(dargestellt anhand der Abweichungslinie von der durchschnittlichen Wachstumsrate der Anlagen und der bereinigten, relativen Liquiditätslinie.)



*) vgl. Seite 79.

Wir beobachten zunächst einen ausgeprägten Verlauf der Abweichungslinie: Konzentration der Anschaffungen in der Hochspannung, einen scharfen Rückgang der Kurve bis zum Ende des zweiten Depressionsjahres und von dort ab einen schnellen Anstieg bis zur Wende. Die Investitionskurve läuft also der Konjunktur parallel. Im Jahre 1906 steigen die Anlagenzugänge, die Liquidität verschlechtert sich; bis 1908 laufen die Reihen in gleicher Richtung; 1909 hat sich die Liquidität bereits gebessert, während die Anlagenzugänge sich immer weiter verringern. Dem schnellen Anlagenwachstum von 1911 und 1912 steht eine gleichbleibende bzw. sich verschlechternde Liquidität gegenüber; im Krisenjahr 1913 verlaufen die Linien parallel. Es liegt nun hier sehr nahe, in allen Fällen der Gegenbewegung beider Kurven an kausale Zusammenhänge zu

denken. Das ist grundsätzlich möglich, nur ist dabei alle Vorsicht geboten, weil gleichzeitig noch viele andere Faktoren die Liquidität beeinflussen können.

2. Die Vorräte.

Der Bestand an Vorräten kann in folgender Weise verändert werden:

(a) Durch Zugänge: Erhöhung der Mengen. Eine mengenmäßige Erweiterung der Lager ergibt sich entweder durch vermehrte Beschaffung von Rohstoffen oder durch eine Verlangsamung des Lagerumschlags. Beides führt zu einer Verschlechterung der Liquidität. Im ersten Fall werden zusätzliche Mittel gebunden, im zweiten verzögert sich ihr Rücklauf aus dem Markt, während der Abgang aus der Kasse zur Lagerreproduktion nach wie vor derselbe ist. — Erhöhung der Preise: Das Resultat von Wertsteigerungen bei der Wiederbeschaffung der Vorräte ist bei Anschaffungswertrechnung eine Verschlechterung der Liquidität. Sie würde nicht eintreten, „wenn aus dem jeweiligen Verkaufspreis der Waren soviel an Geld zurückbehalten würde als notwendig ist, um die verkauften Waren voll zu ersetzen, wenn — mit anderen Worten — der Gewinnberechnung der Wiederbeschaffungspreis des Umsatztages zugrundegelegt würde".[103]) Bei gleichmäßiger Entwicklung auf der Beschaffungs- und Absatzseite sorgt der Markt nämlich von selber dafür, daß die aus der Wertsteigerung zusätzlich benötigten Mittel der Unternehmung zur Verfügung stehen. Die Wertsteigerungen nach der Beschaffung kommen in der Bilanz infolge des Niederstwertprinzips nicht zum Ausdruck. — Ueberbewertung: Nach § 261, Abs. 2 HGB nicht gestattet.

(b) Durch Abgänge: Verminderung der Mengen. Ein mengenmäßiger Rückgang der Lager entsteht entweder durch teilweise Liquidation von Vorräten, die aus dem Kreislauf herausgenommen, d. h. nicht mehr wiederbeschafft werden, oder er entsteht durch eine Beschleunigung des Umschlags, wodurch die Mittel schneller in die Kasse einfließen, als sie zur Lagerreproduktion benötigt werden. — Senkung der Preise: Die Wiederbeschaffung der gleichen Vorratsmengen bei gesunkenem Preisniveau bindet weniger flüssige Mittel, deren überschießender Teil zu anderer Verwendung in der Kasse verbleibt. Sinken die Warenpreise nach der Beschaffung weiter, so wird die Wertminderung von den Warenbeständen abgeschrieben und gelangt als Verlust zur Verrechnung. Das hat zur Folge, daß die Unternehmung um die abgeschriebenen Beträge liquider wird. — Unterbewertung: Durch Sonderabschreibungen können die Vorräte noch unter ihren Niederstwert abgeschrieben werden. Das Ergebnis ist eine Zurückbehaltung von Gewinnbeträgen zu Gunsten der Liquidität.

Die Vorratsbewegung nahm in den Jahren 1904—13 folgenden Verlauf:

---

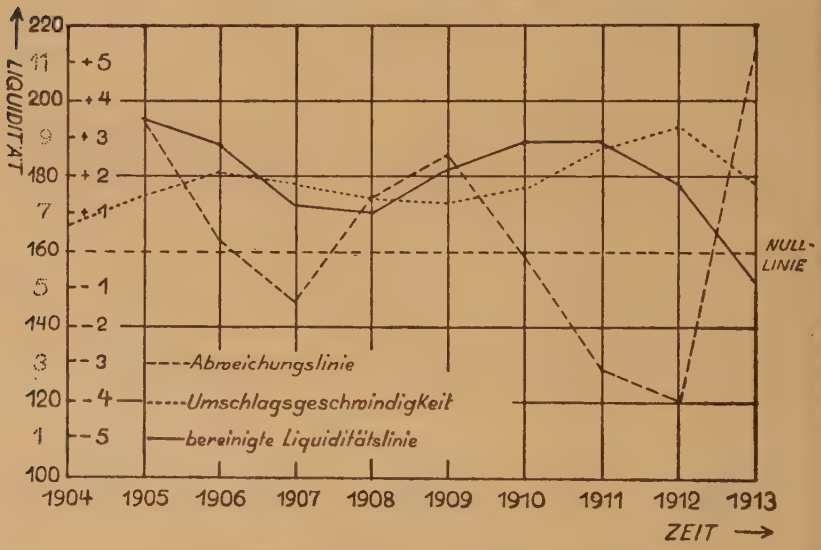
[103]) Schmidt, a. a. O., S. 55.

Entwicklung der Vorräte in der Generalbilanz.

Jahr	Bewegung der Vorräte in Mill. Mk.	Indexziffer der Vorratsbewegung 1913=100	Abweichung von der durchschnittl. Wachstumsrate der Vorräte	Umschlags-Geschwindigkeit der Vorräte von 13 Unternehmungen
1904	193,44	49,0	—	6,75
1905	227,15	57,6	3,5	7,50
1906	248,24	63,0	0,3	8,13
1907	263,50	66,8	—1,3	7,79
1908	289,36	73,4	1,5	7,46
1909	319,55	81,1	2,6	7,31
1910	339,21	86,1	—0,1	7,66
1911	347,22	88,1	—3,1	8,49
1912	352,41	89,4	—3,8	9,32
1913	394,20	100,0	5,5	7,84

Die Reihen sind ergänzt worden durch die Umschlagsgeschwindigkeit der Vorräte. — Die Gegenüberstellung dieser Ergebnisse mit der bereinigten Liquiditätslinie ergibt folgendes Diagramm.

Abb. 4: **Vorratsentwicklung und Liquidität.**



Sehr aufschlußreich ist die Abweichungsskala. Sie zeigt eine ganz deutliche Wachstumsstockung in der Hochspannung (1906/7 und 1912), eine starke Zunahme der Vorräte unmittelbar nach der Wende (1908, da Krisenausbruch teilweise erst im Anfang dieses Jahres, und 1913), die in dem zweiten Depressionsjahr sich nur noch langsam fortsetzt, und einen Rückgang des Lagerwachstums im Anstieg. Die Abweichungskurve ist besonders bewegt und läßt auf eine rasche Veränderlichkeit der Vorratsposition schließen. Mit Hilfe der Umschlagsgeschwindigkeit — die zur Abweichungsreihe eine typische

Konträrbewegung zeigt — lassen sich die Veränderungen bis zu einem gewissen Grade erklären. In der Zeit steigender Umsätze, also in Anstieg und Hochspannung, verlangsamt sich das Vorratswachstum, während es infolge der Umschlagsverschlechterung in Krise und Depression in starkem Maße zunimmt. Für die Liquidität bedeutet das, trotz absolut wachsender Zahlen, eine gewisse Entlastung im Aufschwung und der ersten Hochspannung: langsam steigende Vorräte und schnelle Umschläge — und eine schwere Probe zu Beginn der Depression: hohe, rapid zunehmende Vorräte und langsame Umschläge. — Ob die Veränderungen auf mengen- oder wertmäßigen Bewegungen beruhen, läßt sich auf Grund des vorhandenen Materials nicht feststellen. Vom Standpunkt der Liquidität ist es auch gleichgültig.[104]) Ein Vergleich der Abweichungs- und Umschlagskurve mit der Liquiditätslinie führt zu folgenden Aufschlüssen. In der Hochspannung ist trotz stockendem Vorratswachstum und schneller Umschläge eine Verschlechterung der Liquidität zu verzeichnen. Die liquiditätsverbessernde Wirkung von dieser Seite her vermag sich also offenbar nicht durchzusetzen, sie wird durch andere Vorgänge im Betrieb überkompensiert. Hier kommen vor allen Dingen die Anlagenzugänge in Betracht, deren Abweichungslinie eine ausgesprochene Gegenbewegung zu der der Vorratsentwicklung zeigt. Im Jahr nach der Wende sind es dagegen die Vorratsstauungen, die zu einer weiteren Verschlechterung der Liquidität führen, während die Zurückhaltung in der Anlagenexpansion noch nicht wieder zu einer genügenden Entlastung der Liquidität oder zu einer Ueberkompensation der liquiditätsstörenden Tendenzen der Vorratsentwicklung hinreicht. Die Liquiditätsverbesserung tritt dann im zweiten Depressionsjahr ein, wo die Tendenzen nicht mehr gegeneinanderlaufen, sondern Vorrats- und Anlagenabbau zusammentreffen. Im Anstieg setzen sich wiederum die Bewegungen der Vorräte durch, deren Abbau und schneller Umschlag allem Anschein nach mehr Mittel freimacht, als bei der Erweiterung der Anlagen vorerst gebunden werden; denn die Liquidität vermag sich nicht zu erholen.

3. Die Debitoren.

Gewisse Ueberlegungen lassen es für angebracht erscheinen, die Geldwerte nicht gemeinsam zu behandeln, sondern sie in Debitoren und flüssige Mittel zu zerlegen. Es wird sich nämlich heraus-

---

[104]) solange Anschaffungswertrechnung. Bei Bilanzierung nach dem Tageswert würden allein Mengenbewegungen zu Liquiditätsänderungen führen, da Wertschwankungen bei Tageswertberechnung li.uiditätsindifferent bleiben. Nur, wenn Wertänderungen über Erfolgskonto verrechnet werden, können Gleichgewichtsstörungen durch ungerechtfertigte Ausschüttung (in Höhe der Wertsteigerung, die man für Gewinn hält) oder durch Hortung (im Betrage der Wertminderung, die man als Verlust betrachtet), auftreten. Kehrein hat berechnet, daß insbesondere in dem Jahr nach der Wende ein starker Mengenwachstum der Vorräte zu beobachten ist. (Kehrein, Konjunktureinflüsse in der Großeisenindustrie, Frankf. Diss. 1930, S. 190.)

stellen, daß beide Gruppen in der Kapitaldisposition eine sehr unterschiedliche Rolle spielen und infolgedessen auch in entscheidenden Phasen der Konjunktur (Hochspannung und am Ende des Niedergangs) eine gegenläufige Tendenz einschlagen.

Die Debitoren sind die Durchgangsstation des Vermögens bei seinem Kreislauf von der Sachgüter- in die Geldform. Je nach der Stärke dieses Kreislaufs, also je nach der Größe des Absatzes, wird ihr Umfang bestimmt. Sie können aber auch gleichzeitig von der Seite der flüssigen Mittel her verändert werden.

Die Debitoren erfahren Zugänge bei Erhöhung des Umsatzes. Es treten dann höhere Werte aus dem Bereich der Vorräte (Fertigfabrikate) in den ihrigen ein. Eine gleichbleibende Umschlagsgeschwindigkeit vorausgesetzt, ergibt sich hieraus eine Besserung der Liquidität. Im Grunde genommen ist nicht dieser Zugang bei den Debitoren Ursache der Liquiditätsbesserung, sondern er ist nur die Wirkung eines Abganges bei den Realwerten. — Die Debitoren können ferner erhöht werden zu Lasten der flüssigen Mittel, und zwar durch Verlangsamung der Umschläge, d. h. der Absatz bleibt an sich unverändert, aber der Rückfluß der Beträge in die Kasse verzögert sich, und sie können schließlich auch erhöht werden durch Darlehensgewährungen. Beides hat eine entsprechende Verminderung der Geldbestände zur Folge, deren Mittel in unverändertem Umfange zur Kostenreproduktion abfließen, nun aber außerdem die Debitorenerhöhung finanzieren müssen. Debitorenwachstum aus Umsatzverlangsamung — hierher gehört auch der Uebergang vom Bar- zum Zielverkauf — und Darlehensgewährungen verschlechtern demnach die Liquidität, und zwar qualitativ, weil die Barliquidität sich vermindert. Die Geldwertliquidität dagegen bleibt gleich, da es sich nur um eine interne Verschiebung innerhalb der Deckungsmittel handelt.

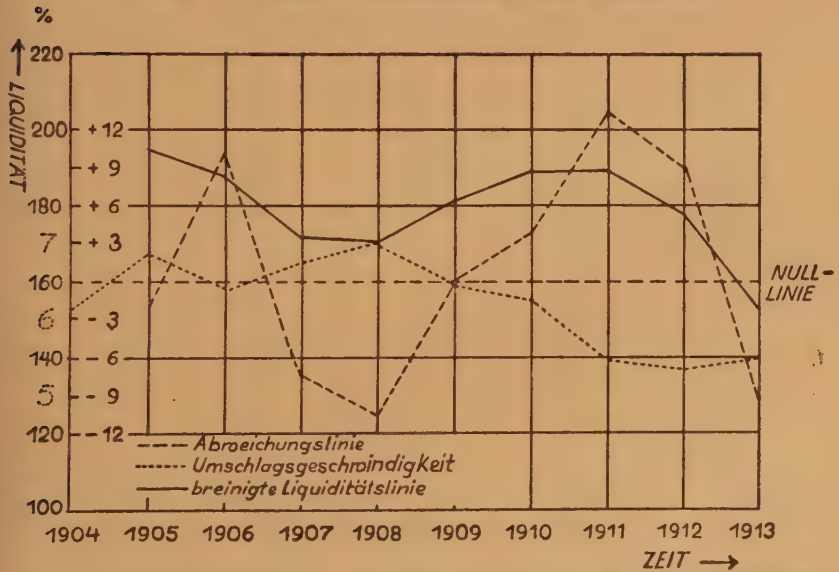
Ein Abbau der Debitoren entsteht durch Absatzverminderung. Hierdurch läßt der Wertzugang aus den Vorräten nach, die Liquidität verschlechtert sich. Diese Verschlechterung setzt sich allerdings erst nach einer Umschlagsperiode durch, da bis dahin immer noch die Forderungen aus den ehemals hohen Abschlüssen eingehen. Beschleunigung des Umschlags, d. h. besserer Zahlungseingang und eventueller Uebergang vom Ziel- zum Barverkauf, sowie Darlehenskündigungen, führen ebenfalls zum Debitorenabbau, jedoch zu keiner Verschlechterung der Liquidität. Im Gegenteil, die Mittel innerhalb des Deckungsfonds werden zu Gunsten der Geldbestände verschoben, es tritt eine qualitative Liquiditätsbesserung ein. Schließlich können die Debitoren durch Ausfälle verringert werden. Es entsteht zunächst eine effektive Verschlechterung der Liquidität, die aber behoben wird, wenn man den betreffenden Betrag über Gewinn- und Verlustkonto abschreibt, wodurch die flüssigen Bestände um den verlorengegangenen Betrag aus den Erlösen aufgefüllt werden. Dies kann vorsorglicherweise durch Delkredere-Rückstellungen schon bei Dubioswerden von Außenständen geschehen.

Die Darstellung der Debitorenentwicklung muß sich auf die Zahlen von 13 Unternehmen beschränken, da sich bei den übrigen Firmen größtenteils unter den Forderungen gleichzeitig Bankguthaben befinden. Die Gesellschaften sind allen Branchen entnommen.

Entwicklung der Debitoren bei 13 Industriefirmen.

Jahr	Bewegung der Debitoren in Mill. Mk.	Indexziffer der Debitorenbeweg. 1913 = 100	Abweichung von d. durchschnittl. Wachstumsrate der Debitoren	Umschlagsgeschwindigkeit der Debitoren
1904	40,28	36,6	—	6,16
1905	44,80	40,7	—2,2	6,89
1906	62,75	57,1	10,1	6,44
1907	61,67	56,1	—7,3	6,77
1908	57,03	51,9	—10,5	7,01
1909	64,39	58,5	0,3	6,48
1910	75,58	68,7	3,9	6,29
1911	97,37	88,6	13,6	5,48
1912	114,05	103,7	8,8	5,36
1913	109,96	100,0	—10,0	5,48

Abb. 5: **Debitorenentwicklung und Liquidität.**



Die Abweichungsskala zeigt eine hohe Konjunkturempfindlichkeit der Debitoren. Die Krise führt bei ihnen nicht nur zu Wachstumshemmungen — wie bei den bisher besprochenen Positionen — sondern zu effektiven Rückbildungen. In gewissem Sinne erklärt sich das lebhafte Kurvenbild daraus, daß in der Hochkonjunktur gewöhnlich keine stillen Reserven auf die Debitoren gelegt werden, deren Kurve dadurch abgeflacht würde, und daß ferner in der-

selben Zeit hohe Gewinnaufschläge in den Forderungen enthalten sind, die in Krisenzeiten fortfallen. Der scharfe Einbruch in der Krise läßt sich aber vor allem auf verrechnungstechnische Ursachen zurückführen. Gewöhnlich werden Debitorenverluste, die schon in der Hochspannung entstanden sind, erst in der Krise abgeschrieben, sodaß eine Illiquidität, die eigentlich schon lange vorher bestanden hat, erst nach der Wende zum Ausdruck kommt. Die Bewegung der Debitoren steht in engem Zusammenhang mit der Vorratsentwicklung. Niedrigen, aber nur langsam steigenden Lagern stehen hohe bzw. schnell wachsende Debitoren gegenüber und umgekehrt. In der Krise zeigt sich, daß die Vorratsstauungen höher sind als die Rückgänge bei den Debitoren. Hierfür gibt es zwei Erklärungen, die gewöhnlich beide gleichzeitig zutreffen: Ueberproduktion an Fertigfabrikaten, die aus den soeben erst erweiterten Betrieben hinzukommen, einerseits, Umschlagsverlangsamung der Debitoren über den Güterumschlag hinaus, infolge von auftretenden Zahlungsschwierigkeiten, wodurch die Außenstände trotz verminderten Absatzes relativ hoch erscheinen, andererseits. Ein Vergleich der Abweichungs- mit der Liquiditätslinie zeigt eine weitgehende Uebereinstimmung beider Kurven, was im übrgen zwangsläufig zutreffen muß, da ja die Debitoren selbst Bestandteil der Deckungsmittel sind. — An Hand des Diagramms kann man vor allem eine weitere Ursache für die günstige Liquiditätslage in den Jahren 1909—1911 ablesen. Sie ist zurückzuführen auf die in den hohen Debitoren zum Ausdruck kommende Verbesserung des Absatzes.

Die Kurve der Debitorenumschläge hat ihr Maximum vor derjenige des Lagers. Das bedeutet, daß in der Hochkonjunktur immer noch abgesetzt wird, obgleich der Zahlungseingang sich schon verschlechtert hat. Die Umschlagskurve zeigt einen Rückgang in der Hochspannung. Schmaltz [105]) führt das auf die Tatsache zurück, daß die Unternehmer den Zusammenbruch der Konjunktur soweit als möglich hinausschieben möchten und deshalb ihrer Kundschaft längeres Ziel gewähren. In der Depression ist eine Erhöhung der Umschläge zu konstatieren. Zum Teil beruht dies auf dem Umstand, daß in der Bilanz keine Durchschnittsbestände, sondern meist zufällige und sehr „tendenziöse" [106]) Beträge ausgewiesen werden, wodurch die Rechnung verfälscht wird, zum anderen aber auf der Tatsache, daß im Verlauf der Depression die Unternehmer ihre Außenstände rücksichtslos eintreiben, bzw. viele Firmen durch die wachsende Liquidität dazu veranlaßt werden, ihre Schulden in erhöhtem Umfange abzutragen. Schließlich wird im Niedergang bei Zielgewährungen viel mehr auf die Bonität der Kunden geachtet und danach ausgelesen, als in Zeiten der Prosperität.

---

[105]) Schmaltz, Betriebsanalyse, Stuttgart 1929, S. 106.

[106]) In Bilanzen, deren Stichtag in eine Zeit rückläufiger Tendenz fällt, erscheinen die Debitoren viel niedriger als der Durchschnittsbestand des Jahres bzw., wenn er im Anstieg liegt, viel höher als dieser. Sie stehen also ganz unter dem Eindruck der jeweiligen Tendenz.

4. Die flüssigen Mittel.

Die Bewegung der flüssigen Bestände einer Unternehmung stellt das Resultat der übrigen Veränderungen der Unternehmungswerte dar. Es würde daher auf eine Wiederholung hinauslaufen, wollte man nachweisen, auf welche Dispositionen der Vermögens- und Kapitalwerte die Zu- und Abgänge bei den flüssigen Mitteln zurückzuführen sind. An dieser Stelle soll deshalb nur ein kurzer Ueberblick gegeben werden über die mögliche Zusammensetzung der Geldbestände, wobei die Frage interessiert, welcher Herkunft die jeweiligen Bestandteile der flüssigen Mittel sind, bzw. welche Unternehmungswerte sie in liquider Form repräsentieren. Die flüssigen Mittel können sein:

(a) Eiserner Bestand an Zahlungsmitteln zur Aufrechterhaltung der Betriebstätigkeit. In dieser Eigenschaft stellen sie einen selbständigen Vermögensteil dar. Sie sind gebundenes Kapital, wenn auch in flüssigem Zustande. Der Bedarf an Zahlungsmitteln wird bestimmt durch die Umsatzgeschwindigkeit der Vermögensteile (Produktions- und Lagerdauer, Kreditfristen), durch die Höhe des Umsatzes und durch die Zahlungsgewohnheiten. Unter diesen Bestand dürfen die flüssigen Mittel nicht sinken, wenn nicht der Betriebsablauf und die Liquidität gestört werden sollen.

(b) Zahlungsreserven. Der umsichtige Liquiditätsdisponent wird Vorsorge treffen dafür, daß die Geldbestände auch außergewöhnlichen Anforderungen gewachsen sind und nicht allein auf den minimalen Bedarf abgestellt werden. Die Reservehaltung wird insbesondere bei hoher Fremdfinanzierung notwendig sein. Da die Unterhaltung flüssiger Bestände kostspielig ist, wird sie sich immer auf ein Mindestmaß beschränken. Allerdings besteht gewöhnlich die Möglichkeit zur zinstragenden Anlage der Liquiditätsreserve. (Termingeld, Effekten).

(c) Gewinne: Unter den flüssigen Mitteln können sich Gewinnbeträge befinden. Im Laufe des Jahres wachsen sie allmählich an und werden im Zeitpunkt der Dividendenzahlung abgeschöpft. Die Anschaffungswertrechnung zählt zu ihnen den Gegenwert der Wertsteigerungen, in Wirklichkeit stellen sie jedoch verflüssigte Substanz dar und gehören begrifflich zur Gruppe (e).

(d) Beträge aus Kapitalaufnahmen. Nach erfolgter Emission bzw. Hereinnahme eines Bankkredits wachsen den flüssigen Mitteln beträchtliche Summen zu. Sie strömen größtenteils in die Realwerte und Debitoren ab, aber ein angemessener Betrag muß zur Erweiterung des eisernen Bestandes an Zahlungsmitteln und zur Verstärkung der Liquiditätsreserve zurückbehalten werden, da die Geschäftserweiterung auf Grund des Neukapitals auch an die Liquidität erhöhte Ansprüche stellt.

(e) Verflüssigte Vermögensteile. Unter den Geldbeständen können sich Abschreibungsbeträge befinden, die nicht wieder investiert wurden, Liquidationserlöse der Vorräte und Be-

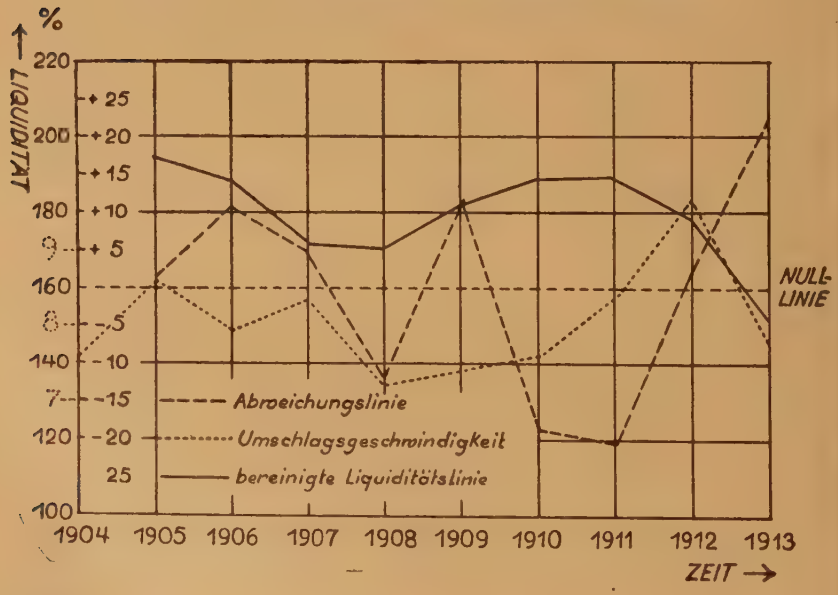
träge aus dem Abbau der Debitoren. Es wurde bereits erwähnt, daß diese Unterbrechung der Kostenreproduktion technische, konjunkturelle und strukturelle Gründe haben kann.

Die zahlenmäßige Entwicklung der flüssigen Mittel wird sowohl in effektiven Zahlen wie in einer von den Emissionsresten bereinigten Reihe dargestellt. Die Methode der Bereinigung ist die gleiche wie die für die Liquidität angewandte (vgl. S. 78 ff.).

Entwicklung der flüssigen Mittel bei 13 Industriefirmen.

Jahr	Entwicklung der flüssigen Mittel in Mill. Mk.	v. d. Emissionsresten bereinigte flüssige Mittel in Mill. Mk.	Indexziffer der flüssigen, berein. Mittel 1913=100	Abweichung von d. durchschnittl. Wachstumsrate der flüssig. Mittel	Umschlagsgeschwindigkeit der flüssig. Mittel
1904	32,66	32,66	60,0	—	7,59
1905	35,81	35,81	65,9	1,9	8,61
1906	50,87	43,88	80,8	10,9	7,94
1907	49,51	48,76	89,8	5,0	8,43
1908	54,68	44,75	82,4	—11,4	7,32
1909	56,34	53,20	97,9	11,5	7,40
1910	62,76	45,37	83,5	—18,4	7,58
1911	63,70	36,44	67,1	—20,4	8,38
1912	63,09	40,13	73,8	2,7	9,69
1913	77,44	54,32	100,0	22,2	7,78

Abb. 6: **Die Entwicklung der flüssigen Mittel.**



In den unbereinigten Zahlen der Geldbestände ist der Rhythmus der Konjunktur kaum angedeutet. Es ist lediglich im Krisenjahr 1907 und in der Hochspannung 1912 ein leichter Rückgang zu verzeichnen, im übrigen ein ununterbrochenes Wachstum. Erst die Abweichungslinie der bereinigten Reihe zeigt einen gewissen Zusammenhang mit der Konjunktur. In der Hochspannung (1906 und 1912/13) ist eine Erhöhung der Geldbestände festzustellen. In der Krise gehen sie zurück und erreichen ihren höchsten Stand im Jahre nach der Wende. Im zweiten Depressionsjahre (1909) steigen sie an, um in den Jahren des Anstiegs (1910 und 1911) zu fallen. In der Hochspannung wachsen sie zu beträchtlicher Höhe heran. — Im Vergleich zur Liquidität ergibt sich eine Gegenbewegung in Anstieg und Hochspannung und ein Gleichauf in Krise und Depression. Daraus ist zu schließen, daß allem Anschein nach im ersten Anstieg die Zugänge der Anlagen, die Erhöhung der Vorräte und Debitoren aus laufenden Mitteln finanziert werden.[107]) In der Hochspannung erfolgt dann eine Entlastung durch das einströmende langfristige Kapital, durch Gewinne und durch die stärkere Inanspruchnahme der Kreditoren. Aber trotz der hohen Geldbestände verschlechtert sich die Liquidität. Das erklärt sich aus dem Rückgang der Debitoren und den wachsenden Kreditoren. — Die Kurve der Umschläge steigt im Aufstieg, geht in der Hochspannung zurück und nimmt einen niedrigen Stand für die Dauer der Depression ein. Die flüssigen Mittel verrichten demnach mehr Arbeit im Anstieg als in der Depression, wo ihre Umsatzleistung geringer ist. Sie sind zu der größeren Leistung im Aufschwung imstande, infolge der schnelleren Umschlagsgeschwindigkeit der übrigen Vermögensteile bei aufwärtsgerichteter Konjunktur.

Zum Schluß dieses Abschnittes wollen wir kurz dem Gedanken nachgehen, daß die die Konjunktur begleitenden Geldwertänderungen die Kaufkraft der Geldbestände beeinflussen müssen. Soweit die Wertgleichheit der kurzfristigen Geldwerte gewahrt ist, entsteht für die Unternehmung weder ein Vor- noch ein Nachteil aus Kaufkraftschwankungen. Die Liquiditätslinie lehrt jedoch — und sie ist identisch mit der Wertgleichheitslinie, da man für kürzere Zeiträume das langfristige Fremdkapital ausschalten bzw. dem eigenen zurechnen kann —, daß die Unternehmungen in der Regel einen Ueberschuß an aktiven Geldwerten aufweisen (vgl. Nachweise der absoluten Liquidität). Dieser Ueberschuß wird gerade in Krisenzeiten nicht unbeträchtlich sein, weil sich dann der Gegenwert der verflüssigten Vermögensteile in der Kasse oder auf der Bank befindet. Die Geldbeträge erfahren hier infolge der Geldwertsteigerung einen Zuwachs an Kaufkraft, der sie in den Stand versetzt, für den gleichen normalen Geldbetrag einen höheren realen Vermögensersatz vorzunehmen. Ein Teil dessen, was den Unternehmungen an Einkommen infolge Unrentabilität entgeht, wächst ihnen also an an-

---

[107]) Vgl. deren absolute Zahlen und die Abb. 3, 4, 5.

derer Stelle aus Geldwertsteigerung zu. Vom Standpunkt der Tageswertrechnung stellt dieser Zuwachs einen — ausschüttbaren — Erfolg aus Spekulation dar. Daß diese Kaufkraftänderungen ganz erheblich sein können, wird ein Beispiel zeigen. Im nachfolgenden sind die flüssigen Bestände von 10 Industriefirmen für die Jahre 1924—1932 mit Hilfe des Preisindex für industrielle Rohstoffe und Halbwaren korrigiert und damit sämtlich auf den Stand von 1913 gebracht worden.

Die Kaufkraftschwankungen der flüssigen Mittel.

Jahr	Flüssige Mittel von 10 Industriefirmen in Mill. Mk.	Indexziffer der Großhandelspreise d. industr. Rohstoffe u. Halbwaren (insges. 1913=100).[108])	Von Kaufkraftschwankungen bereinigte Geldbestände in Mill. Mk.
1924	8,97	142,0	6,32
1925	12,71	141,0	9,01
1926	26,21	129,7	20,21
1927	33,00	131,9	25,02
1928	29,68	134,1	22,13
1929	35,30	131,9	26,76
1930	28,54	120,1	23,76
1931	36,58	102,6	35,75
1932	46,60	88,7	52,54

Im Jahre 1932 z. B. beträgt der Zuwachs an Kaufkraft 12,8%! Dieser Satz ist nicht etwa gleich dem Gewinn an Kaufkraftsteigerung. Zu dessen Berechnung wären sämtliche kurzfristigen Geldwerte heranzuziehen, aus deren aktiven und passiven Beträgen der Saldo zu ermitteln ist. Erst die Kaufkraftänderung auf diese Differenzgröße stellt den tatsächlichen Erfolg dar. Dieser Gewinn kann entweder ausgeschüttet werden oder zur Investierung gelangen. Wenn allerdings die Ueberführung in Realwerte erst im späten Anstieg oder in der Hochspannung erfolgt, also in Zeiten starker Geldwertsenkung, so geht der Gewinn wieder verloren. — Es soll hier aber keine Gewinnberechnung angestellt, sondern nur darauf hingewiesen werden, daß die Liquidität auch dadurch beeinflußt wird, daß im Kojunkturverlauf positive oder negative Spekulationserfolge auf die flüssigen Mittel entstehen.

b) Die Entwicklung der Kapitalwerte.

1. Das Eigenkapital.

Das Eigenkapital der Aktiengesellschaft setzt sich zusammen aus dem Stammkapital und den offenen Reserven (einschließlich Rückstellungen mit Eigenkapitalcharakter).

---

[108]) Konjunkturstat. Hdb., 1933, S. 118.

Das Stammkapital kann in folgender Weise verändert werden: Das Kapital wird erhöht durch Ausgabe von Aktien. Je nachdem, welche Werte nun gegen diese Aktien eingehen, wird die Liquidität der Unternehmung verbessert, unverändert gelassen oder auch verschlechtert. Im Falle der Baremission, bei der also flüssige Mittel eingehen, wird die Liquidität erhöht. Besteht der Gegenwert der Aktienausgabe in einer Unternehmung als Ganzes (Fall der Fusion), dann werden sowohl Real- als auch Geldwerte dem Vermögen einverleibt. Ist die Liquidität der aufgenommenen Gesellschaft gleich der der aufnehmenden, so ändert sich an der Lage der letzteren nichts, ist sie schlechter oder besser als diese, so vermindert oder erhöht sie die Liquidität der aufnehmenden Firma. — Geht gegen die Aktien überhaupt kein Wert ein, wie bei der Ausgabe von Gratisaktien, so werden die liquiden Mittel um den Ausgabebetrag erhöht, da die Ausgabe zu Lasten des Gewinnes geht, von dem entsprechende Teile zurückgehalten werden. — Die Herabsetzung des Kapitals geschieht entweder durch Rückzahlung oder durch Zusammenlegung. Bei Rückzahlung verschlechtert sich die Liquidität, bei der Zusammenlegung dagegen kommt es zunächst darauf an, in welcher Weise die Buchgewinne verrechnet werden. Dienen sie unmittelbar der Wertanpassung auf der Aktivseite, so bleibt die Liquidität unverändert. Werden sie dagegen über die Erfolgsrechnung geführt, so entsteht daraus eine Verschlechterung der Liquidität. Das ist folgendermaßen zu verstehen: Der Ausweis eines Verlustes hat zur Folge, daß flüssige Mittel solange aus zukünftigen Gewinnen in der Unternehmung zurückbehalten werden, bis der Verlust vollkommen abgedeckt ist. Wird nun durch Buchgewinne aus Kapitalherabsetzung der Verlust reduziert, so wird auch in dem gleichen Maße der Betrag herabgesetzt, der sonst den flüssigen Mitteln als Bestandserhöhung zugehen würde.

Die offenen Reserven beeinflussen die Liquidität in folgender Weise. — Bei ihrer Legung wird die Liquidität erhöht, weil die Ausschüttung eines Teils der Gewinne verhindert wird. Bei ihrer Auflösung wird sie verschlechtert bzw. unverändert gelassen.[109]) Hier gilt das Gleiche wie für die Kapitalzusammenlegung. — Das Zahlenmaterial über die Entwicklung des Eigenkapitals wird im nächsten Abschnitt, zusammen mit den Daten über das langfristige Fremdkapital, dargestellt.

---

[109]) Die Liquidität bleibt unverändert, wenn die Reserven zur direkten Verrechnung von Wertsenkungen herangezogen werden. Dagegen verschlechtert sie sich — oder richtiger gesagt — vermag sie sich nicht zu verbessern, wenn Verluste aus unrentabler Wirtschaft durch Reserven beseitigt werden. Denn das hat zur Folge, daß die nächste Periode bereits Gewinne ausweisen kann, die ausgeschüttet werden, anstatt in der Unternehmung zu verbleiben und dort die erschöpften Betriebsfonds aufzufüllen. —

2. Das langfristige Fremdkapital.

Die Beziehungen zwischen dem langfristigen Fremdkapital und der Liquidität sind einfach und übersichtlich. — Eine Erhöhung der Position entsteht immer nur durch Zustrom neuer Mittel, da die Tageswertbilanzierung für langfristige Schulden,[110]) die eine Erhöhung der Verpflichtungen mit sich bringen könnte, ohne daß flüssige Mittel eingegangen sind, bisher in der Praxis nicht üblich ist. — Eine Senkung der Position entsteht gewöhnlich durch Rückzahlungen, die eine Verschlechterung der Liquidität zur Folge haben. Es gibt nun Fälle, wo der ausgehende Geldbetrag geringer ist als die Abbuchung auf der Passivseite, dann nämlich, wenn die Tilgung von Obligationen durch Ankauf bei Unterparistand erfolgt. Da jedoch die Differenz von der Praxis als Gewinn ausgeschüttet wird, ist das Endresultat ein Abgang an flüssigen Mitteln in Höhe der buchmäßigen Minderung. Ausnahmsweise kann ein Abgang bei den langfristigen Schulden auch daher kommen, daß langfristiges Fremdkapital in eigenes verwandelt wird, wie im Falle von Wandelobligationen. Die kurzfristige Liquidität bleibt von diesen Vorgängen unberührt.

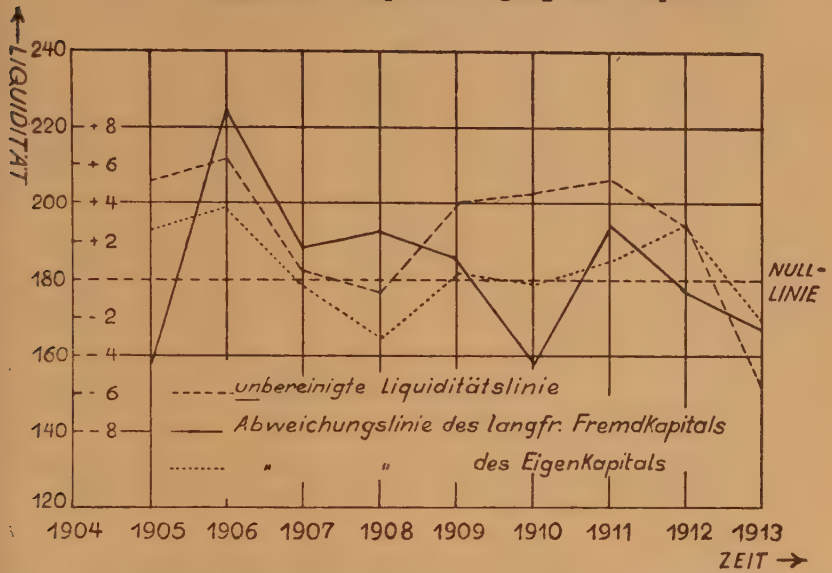
Nachstehend sind die Zahlen der langfristigen Kapitalbewegung in unserer Generalbilanz für die Jahre 1904—1913 wiedergegeben.

Die langfristige Kapitalbewegung.

	Entwicklung des Eigenkapitals			Entwicklg. d. langfrist. Fremdkapitals		
Jahr	Entwicklung des Eigenkapitals in Mill. Mk.	Indexziffer der Eigenkapitalbewegung 1913 = 100	Abweichung von der durchschnittl. Wachstumsrate d. Eigenkapitals	Entwicklung des langfristigen Fremdkapitals in Mill. Mk.	Indexziffer der Bewegung des langfristigen Fremdkapitals 1913 = 100	Abweichung v. d. durchschnittlichen Wachstumsrate d. langfristigen Fremdkapitals
1904	766,79	51,7	—	441,26	100,0	—2,9
1905	875,11	59,0	2,5	213,02	48,3	—
1906	1001,38	67,6	3,8	215,67	48,9	—4,6
1907	1069,51	72,1	—0,3	278,42	63,1	9,0
1908	1092,72	73,7	—3,2	307,01	70,0	1,7
1909	1172,58	79,1	0,6	342,64	77,7	2,5
1910	1241,87	83,8	—0,1	371,21	84,1	1,2
1911	1327,68	89,6	1,0	374,75	84,9	—4,4
1912	1443,61	97,4	3,0	431,29	97,7	—0,5
1913	1482,15	100,0	—2,2	441,26	100,0	—2,9

[110]) „Als Wert solcher Schulden ist das Produkt aus der Zinszahlung und dem Kapitalisierungsfaktor, gerechnet auf Grund des landesüblichen Zinsfußes, zu verwenden. (M. Gürtler, Die Bilanzierung der Geldwerte, Z. f. B. 31, S. 166.)

Abb. 7: **Langfristige Kapitalbewegung und Liquidität.**



An sich ist das Eigenkapital der Aktiengesellschaften für die Konjunkturbeobachtung wenig geeignet. So insbesondere bei Untersuchung einer einzelnen Unternehmung. Infolge der Rechtsbestimmungen können sich die Veränderungen nur sprunghaft vollziehen. Doch zweifellos besteht auch hier ein Zusammenhang mit der Konjunktur. Diese Kausalität ist bei den Kapitalveränderungen unserer Generalbilanz vorhanden. So erkennt man eine starke Kapitalaufnahme in den Jahren des Anstiegs, ein Stocken in der Hochspannung und nur sehr geringe Zugänge in der Depression. — Die Bewegung des langfristigen Fremdkapitals ist etwas anders geartet. Hier sind die stärksten Zugänge in der Hochspannung und in der Depression wahrzunehmen, während die Kapitalzufuhr im Anstieg vorzugsweise durch die Aufnahme von Eigenkapital erfolgt. — Den Abweichungslinien beider Kapitalarten ist die unbereinigte Liquiditätslinie gegenübergestellt. Die Kurve des Eigenkapitals zeigt mit ihr im großen und ganzen eine gleichlaufende Bewegung, während die langfristigen Schulden in der Depression und im Anstieg von ihr abweichen. — Ein Vergleich mit der Normallinie der Liquidität würde ergeben, daß in den Jahren 1906, 1909 und 1911 die Kapitalkurven eine Eigenbewegung einschlagen, die in den Spitzen der unbereinigten Kurve zum Ausdruck kommt.

3. Das kurzfristige Fremdkapital.

Unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten der industriellen Unternehmung befinden sich gewöhnlich Waren, Kreditoren, Anzahlungen und Bankkredite (einschließlich Akzepte).

Eine Erhöhung der Warenkreditoren führt zu einer erheblichen Verschlechterung der rechnungsmäßigen Liquidität, denn obgleich die Verbindlichkeiten steigen, gehen zunächst keine Beträge bei den Deckungsmitteln ein. Vielmehr wachsen diese den Vorräten zu, von wo sie erst nach einer Produktionsperiode und nach erfolgtem Absatz der Fertigwaren als Debitoren in den Deckungsfonds einfließen. Ein Abgang bei den Kreditoren bessert die relative Liquidität, die absolute allerdings bleibt unverändert. — Nun kann eine bilanzmäßige Veränderung der Kreditoren auch dadurch entstehen, daß sich ihre Umschlagsgeschwindigkeit verändert. Durch Verlängerung der Zahlungsfristen z. B. erscheinen die Kreditoren höher, obwohl eine eigentliche Mehrverschuldung nicht eingetreten ist. Eine Liquiditätsberechnung würde nun eine Verminderung der relativen Ziffer anzeigen und auch einen Rückgang der absoluten Liquidität. Entspricht dieser rechnungsmäßige Ausweis den tatsächlichen Verhältnissen? Das soll an einem Beispiel überprüft werden.

> Gesetzt den Fall, die Deckungsmittel einer Unternehmung betragen 1000 RM, desgleichen ihre Kreditoren. Die Umschlagsdauer auf beiden Seiten beträgt drei Monate. Das heißt, die Kreditoren haben ein Ziel von 3 Monaten und dies ist auch die Zeit, die die Unternehmung braucht, um ihre Produkte herzustellen, abzusetzen und die Erlöse einzuziehen. Aus irgend einem Grunde wird nun das Zahlungsziel der Kreditoren auf 6 Monate verlängert. Während der Prolongationszeit arbeitet aber die Unternehmung weiter und bezieht neue Rohstoffe im Betrage von 1000 Mark, Ziel 3 Monate. Die Kreditoren figurieren nunmehr mit 2000 Mark, während bei den Deckungsmitteln sich nichts verändert hat. Nach Ablauf der 6 Monate sind 2000 Mark fällig. Zu ihrer Deckung stehen die bereits erwähnten 1000 Mark zur Verfügung, aber außerdem auch der gleiche Betrag aus dem Verkauf der zweiten Partie, die inzwischen verarbeitet und abgesetzt wurde.

Die Liquidität ist demnach unverändert geblieben, da die Fälligkeiten aufeinander abgestimmt waren, nur vorübergehend ergab sich eine quantitative Verschlechterung. Aber selbst in dieser Zeit waren die Deckungsmittel „frei" und hätten produktiven Zwecken zugeführt werden können, sodaß sich in Wirklichkeit noch eine Verbesserung der finanziellen Lage ergab. — An diesem Beispiel zeigt sich deutlich, wie vorsichtig die Liquiditätsziffer beurteilt werden muß.

Eine besondere Gruppe unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten stellen die Anzahlungen dar. Ihre Erhöhung führt zu einer Verschlechterung der relativen Liquidität, obwohl sie keine Verpflichtung zur Geldzahlung, sondern zur Warenlieferung darstellen. In Wirklichkeit bleibt aber auch hier die Liquidität unverändert, denn zur Erfüllung ihrer alten Aufgaben hat die Unternehmung nach wie vor die gleichen Mittel zur Verfügung, während

für die Finanzierung der zusätzlichen Aufträge der Besteller selbst die erforderlichen Mittel aufbringt.

Schließlich sind noch die Bankkredite anzuführen. Ihre Aufnahme führt zu einer Verschlechterung der relativen Ziffer, während Rückzahlungen eine Besserung der Liquidität zur Folge haben. — Mit diesen rein konstatierenden Bemerkungen, die nur die Wirkung der kurzfristigen Verbindlichkeiten auf die Liquidtät im Augenblick ihres Zu- oder Abganges betrachten, ist natürlich sehr wenig gewonnen. Wenn lediglich gesagt wird, daß bei einem Zugang der Schulden auch die Deckungsmittel im gleichen Betrage wachsen, so ist das eine bloße Identitätsfeststellung. Ueber das eigentliche Schicksal der Liquidität entscheidet erst der Kreislauf, den die neu zugegangenen Mittel antreten. — Wird er über illiquide Vermögensteile geführt (Anlagen) oder durch konjunkturelle Einflüsse gehemmt, so ergeben sich hieraus folgenschwere Nachwirkungen für die Liquidität der Unternehmung.

Im folgenden geben wir wieder die übliche Zahlendarstellung:

Entwicklung der Kreditoren in der Generalbilanz.

Jahr	Bewegung der Kreditoren in Millionen Mk.	Indexziff. der Kreditorenbewg. 1913 = 100	Umschlagsgeschw. der Kreditoren [111]) v. 13 Industriefirm	Abweichgun v. d. durchschn. Wachstumsrate d. Kredit.
1904	234,43	41,8	—	5,23
1905	272,39	48,5	0,9	5,63
1906	287,29	51,2	—3,1	6,14
1907	328,45	58,6	1,6	5,90
1908	438,64	62,2	—2,2	5,69
1909	375,41	67,0	—1,0	5,42
1910	423,98	75,6	3,2	6,16
1911	483,11	86,2	4,8	6,20
1912	506,04	90,3	—1,7	6,04
1913	560,67	100,0	3,9	4,93

Die Abweichungskurve der Kreditoren zeigt ein schnelles Wachstum im Anstieg, eine plötzliche Stockung in der Hochspannung, die im Krisenjahr sich wiederum in eine rapide Steigerung verkehrt und ein Absinken der Kurve in der Depression. Die Beschleunigung des Kreditorenwachstums im Anstieg erklärt sich aus der durch die Zunahme der Produktion bedingten höheren Rohstoff- und Materialbeschaffung und den anziehenden Preisen. Die Wachstumsstockkung in der Hochspannung beruht auf der Tatsache, daß einerseits die Anzahlungen zurückgehen (so insbesondere bei Krupp), dann aber andererseits die langfristig eingehenden Kapitalien teilweise zur Abtragung der kurzfristigen Verbindlichkeiten verwendet werden.[112]) — Im Krisenjahr und schon gegen Ende der Hoch-

[111]) Berechnet nicht auf Grund des Umsatzes über Kreditorenkonto, sondern an Hand der Gesamtumsätze am Absatzmarkt.

[112]) Die Mittel aus den Kapitalemissionen sind die einzige Quelle, die für diese Abzahlungen in Betracht kommen, denn von allen anderen Vermögenspositionen geht in der Hochspannung ein starker Sog nach flüssigen Mitteln aus, sodaß sie hierfür gar nicht in Frage kommen können.

Abb. 8: **Kreditorenentwicklung und Liquidität.**

spannung treten zu den Warenkreditoren Bankschulden hinzu, wodurch die kurzfristigen Verbindlichkeiten beträchtlich erhöht werden. Die gleiche Wirkung hat die in der Krise zu beobachtende Ueberschreitung der gewährten Zahlungsziele, die in einer Verlangsamung der Umschlagsgeschwindigkeit zum Ausdruck kommt. In der Krise und im ersten Depressionsjahre dienen die Kreditoren vor allem der Finanzierung der Vorräte. — Die Umschlagskurve zeigt einen Rückgang der Umschläge am Ende der Hochspannung sowie in Krise und Depression und ein Anziehen im Aufstieg. Bei einem Vergleich mit den übrigen Umschlagskurven ergibt sich eine Konträrbewegung zu den Debitoren und ein Gleichlauf mit den Vorräten; d. h. die Lagerdauer wird durch Inanspruchnahme von Kreditorenziel finanziert. — Als Nenner in der Liquiditätsformel müssen die kurzfristigen Verbindlichkeiten einen ganz besonderen Einfluß auf die Liquidität haben. Trotzdem ist zu beobachten, daß in gewissen Phasen der Konjunktur sich dieser Einfluß nicht durchzusetzen vermag. So insbesondere in der Hochspannung nicht, aber allem Anschein nach auch im Anstieg nicht. Hier müssen stärkere Tendenzen auf der Aktivseite wirksam sein, die in dem einen Falle die Entlastung in der Hochspannung verhindern (Anlagenzugänge), im anderen zu einer Liquiditätsbesserung im Anstieg führen (Debitoren und Gewinne).

4. Die Gewinne.

In diesem Abschnitt haben wir die Aufgabe, die Beziehungen aufzudecken zwischen dem Gewinn bzw. Verlust und der Liquidität. Es würde nun zu weit führen, wollten wir die Veränderungen der Gewinnposition auf ihre einzelnen Ursachen hin aufgliedern und alsdann eine Kasuistik der Liquiditätsänderungen betreiben. Hier kann es sich nur um die Feststellung handeln, welche Wirkungen die Entstehung und Ausschüttung von Gewinnen auf die Liquidität hat und welche Folgen sich für sie ergeben, wenn die erzielten Gewinne mit den ausgeschütteten nicht übereinstimmen, — ohne Rücksicht auf die Gründe, die zu diesen Veränderungen führen.

Jeder Gewinn bedeutet im Augenblick seiner Realisierung einen Zugang in gleicher Höhe bei den flüssigen Mitteln. Demnach ist hier der Zusammenhang klar: Im Zeitpunkt der Entstehung von Gewinnen wird die Liquidität erhöht, und zwar nimmt sie in demselben Maße zu, wie diese eingehen. Der Unternehmer hat nun die Möglichkeit, die Gewinne bis zu ihrer Ausschüttung in liquider Form zu belassen oder sie in den Produktionsprozeß einzuschalten. Im letzteren Falle muß er die Dispositionen so treffen, daß derjenige Teil, der zur Ausschüttung gelangen soll, zum Termin der Dividendenzahlung auch wirklich wieder liquide ist. — Die echten Gewinne sind im Zeitpunkt ihrer Entstehung unbedingt ausschüttbar.[113]) Würde in diesem Augenblick ihre Ausschüttung erfolgen, so bliebe die Liquidität unverändert, denn die Gewinne stellen zusätzliches Vermögen, Einkommen, dar, das abgeschöpft werden kann, ohne daß sich etwas am ursprünglichen Vermögensstande ändert. Aber auch dadurch, daß die Gewinne periodenweise ausgezahlt werden, ändert sich an diesem grundsätzlichen Zusammenhange nichts. Im Laufe des Jahres sammeln sich in allmählichem Wachstum größere Gewinnbrtäge in der Unternehmung an, die, falls sie in liquider Anlage bleiben, zu einer langsamen Steigerung der Liquidität führen. Nach ihrer Auszahlung geht dann dieselbe wieder zurück auf den anfänglichen Stand. Das ist jedoch nur unter der Voraussetzung der Fall, daß die ausgeschütteten Beträge in ihrer Höhe genau mit dem entstandenen Gewinn übereinstimmen.[114]) In der Praxis trifft dies so gut wie niemals zu, wir werden daher zu untersuchen haben, was sich ergibt, wenn diese Uebereinstimmung nicht vorliegt.

Als echter Gewinn ist der nach den Grundsätzen der Tageswertrechnung ermittelte Erfolg anzusprechen. An ihm soll daher die jeweilige Ausschüttung verglichen werden. — 1. Fall: Die ausgeschütteteten Beträge sind höher als der entstandene Gewinn: Die Liquidität verschlechtert sich um die Differenz. — 2. Fall: Die ausgeschütteten Beträge sind niedriger als der entstandene Gewinn: Die Liquidität verbessert sich um die einbehaltenen Be-

---

113) F. Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, 3. Aufl., Leipzig 1929, S. 221.

114) Von Selbstfinanzierung und Reservelegung sei einmal abgesehen.

träge. — Wie hoch der ausgewiesene, der manipulierte Gewinn beziffert wird, ist hierbei gleichgültig. Er kann höher oder niedriger als der Gewinn der Tageswertrechnung sein, auf die Liquidität hat das keinen unmittelbaren Einfluß. Für sie ist nur die Differenz zwischen tatsächlich entstandenem und dem ausgeschütteten Gewinn maßgebend. Daß der errechnete Gewinn einen starken Einfluß darauf ausübt, ob überhaupt und wieviel ausgeschüttet wird, ist dann eine andere Frage.

Bevor wir unsere Beispiele vermehren, ist kurz auf die Wirkung des Verlustes auf die Liquidität einzugehen. Verluste ergeben sich, wenn die aus dem Markt einströmenden Erlöse zum Kostenersatz auf Tageswertbasis nicht ausreichen. Für die vollständige Reproduktion müssen deshalb die fehlenden Mittel dem Kassenbestand entnommen werden. Verluste wirken demnach negativ auf die Liquidität ein, und zwar in der Höhe, wie sie tatsächlich entstanden sind. Nun besteht auch hier wiederum die Möglichkeit, daß die ausgewiesenen Verluste mit den entstandenen (d. h. nach Tageswertrechnung ermittelten) nicht übereinstimmen.

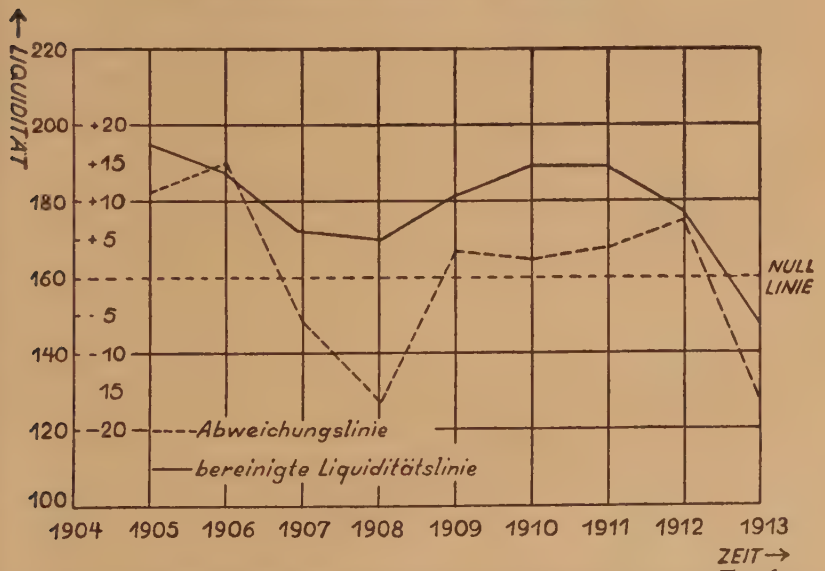
3. Fall: Der ausgewiesene Verlust ist höher als der entstandene: Abgang an flüssigen Mitteln in Höhe des entstandenen Verlustes, aber Wirkung, daß vorgetragener Scheinverlust in der folgenden Periode die Liquidität durch Zurückhaltung von Gewinnen erhöht. — 4. Fall: Der ausgewiesene Verlust ist niedriger als der entstandene: Wiederum Abgang an flüssigen Mitteln in Höhe des entstandenen Verlustes, aber der Vortrag des zu niedrigen Betrages hat zur Folge, daß in der nächsten Gewinnperiode die flüssigen Mittel ncht wieder auf ihren alten Stand aufgefüllt, sondern bereits als ausschüttbare Gewinne betrachtet werden, was sie solange nicht sind, bis die Substanz wieder voll ersetzt ist. Resultat: Liquditätsverschlechterung. — Nun sind noch die beiden letzten Möglichkeiten zu prüfen, in denen Gewinne ausgewiesen werden, obgleich Verluste entstanden sind, und umgekehrt. 5. Fall: Ausschüttung von Gewinnen, obgleich Verluste entstanden: Abgang an flüssigen Mitteln in Höhe der Ausschüttung und außerdem Abgang in Höhe des Verlustes. — 6. Fall: Ausweis von Verlusten, obgleich Gewinne entstanden: Zugang bei den flüssigen Mitteln in Höhe des Gewinns und Einbehaltung von Gewinnen in Höhe des Verlustes in der folgenden Periode.

Die Generalbilanz zeigt folgende Entwicklung der zur Ausschüttung gelangten Gewinne:

Entwicklung der ausgeschütteten Gewinne in der Generalbilanz.

Jahr	Entwicklung der ausgeschütteten Gewinne in Millionen Mark	Idexziffer d. Gewinnentwicklung 1913 = 100	Abweichung von der durchschnittl. Wachstumsrate der Gewinne
1904	62,27	47,3	—
1905	84,27	64,0	11,4
1906	110,96	84,3	15,0
1907	110,18	83,7	—5,9
1908	95,66	72,7	—16,3
1909	107,22	81,5	3,5
1910	117,46	89,2	2,4
1911	129,16	98,1	3,6
1912	145,65	110,6	7,2
1913	131,62	100,0	—15,9

Gewinnausschüttung und Liquidität.



Die Abweichungslinie zeigt eine aufwärtsgerichtete Tendenz im Anstieg, ein Maximum in der Hochspannung, einen scharfen Abfall in der Krise, der sich im ersten Depressionsjahr fortsetzt und eine schnelle Erholung am Ende der Depression. Die Wachstumsstockung im Jahre 1910 ist auf die verminderten Gewinne der Textil- und Lederbranche zurückzuführen, die in dieser Zeit unter Depressionserscheinungen litt.

Die Kurve der Gewinne könnte mit der Liquiditätslinie in keinerlei kausaler Verbindung stehen, wenn immer nur der ent-

standene Gewinn ausgeschüttet würde, da diese Ausschüttung liquiditätsindifferent ist. Das sind nun aber, wie wir wissen, die Ausschüttungen der Praxis nicht. — Es ist hier leider unmöglich, im einzelnen und an Hand von Zahlenmaterial nachzuweisen, in welchen Phasen der Konjunktur Scheingewinne ausgeschüttet bzw. Scheinverluste errechnet werden. Dazu bedürfte es einer sorgfältigen Spezialuntersuchung. — An dem Schaubild kann man beobachten, daß den Jahren mit hoher Gewnnausschüttung (1905, 1906 und 1911, 1912) eine fallende Liquidität folgt (1906, 1907 und 1912, 1913) und der fallenden Gewinnkurve (1907, 1908) eine steigende Liquidität (1909). Damit ist zwar noch keineswegs schlüssig bewiesen, aber immerhin wahrscheinlich gemacht, daß in Anstieg und Hochspannung Scheingewinne ausgeschüttet und in der Krise Scheinverluste errechnet werden. Der zeitliche Abstand erklärt sich daraus, daß die Wirkung der falschen Gewinnausschüttung auf die Liquidität immer erst in der Bilanz des folgenden Jahres zum Ausdruck kommen kann.

2. Kapitalverwendungsrechnung.

Die Analyse der Kapitaldisposition verlief bisher in der Weise, daß jede Bilanzposition und ihre Beziehungen zur Liquidität isoliert betrachtet wurden. Sie soll nun beendet werden durch eine Untersuchung, die das gleichzeitige Zusammenwirken aller Vermögens-, Kapital- und Erfolgsänderungen auf die Liquidität im Konjunkturverlauf darstellt. Zu diesem Zweck wird eine Kapitalverwendungsrechnung aufgemacht. Diese Bezeichnung beschränkt sich nicht auf eine Rechnung, die allein die Verwendung des neu zuströmenden Kapitals nachweisen soll. Sie ist vielmehr in einem weiteren Sinne aufzufassen, indem sämtliche Dispositionen über Vermögens- und Kapitalwerte darunter zu verstehen sind; also auch die Verwendung des Gewinnes in der Unternehmung bis zu seiner Ausschüttung und die Dispositionen über bereits vorhandenes Vermögen. — Die Kapitalverwendungsrechnung soll, mit einem Wort, dem Nachweis der gesamten Kapitaldisposition dienen.

Wir sind mit Hilfe von Bilanzen in der Lage, die Lenkung des Wertstromes, bzw. seine quantitative Veränderung im Konjunkturverlauf zu verfolgen. Zu diesem Zweck ist nachstehende Rechnung durchzuführen. Anhand der Bilanzen werden die jährlichen Veränderungen der Positionen durch Vergleich mit dem Vorjahre festgestellt. Diese Veränderungen nun führen zu den Schwankungen der flüssigen Mittel. Und zwar bedeuten Zugänge auf der Aktivseite und Abgänge auf der Passivseite eine Abnahme, Zugänge bei den Passiva und Abgänge bei den Aktiva eine Zunahme der flüssigen Bestände. Die Saldierung sämtlicher Zuwachsgrößen bei den Geldmitteln von ihren Abzugsposten ergibt dann die tatsächliche Veränderung der flüssigen Mittel am Bilanzstichtage. Sie muß übereinstimmen mit der Differenz, die sich ergibt aus dem Vergleich des jeweiligen Geldbestandes mit dem des Vorjahres. — Bei dieser Rechnung sind Positionsänderungen durch Wertschwankungen den Veränderungen aus echter Kapitaldisposition gleichzusetzen, da in-

folge der Anschaffungswertrchnung Wertänderungen den Kreislauf stören und damit die Liquidität beeinflussen, genau so, wie es durch die Kapitaldisposition auch geschieht (s. S. 81 ff.). — Es ist zunächst auf gewisse Besonderheiten dieses Verfahrens hinzuweisen.

Als erstes müssen auch hier nicht alle Positionsänderungen unbedingt zu Veränderungen der liquiden Mittel führen, und das aus Gründen, die bereits an verschiedenen Stellen dargetan wurden (Sanierungsabschreibungen, Zugänge aus Fusionen). — Sodann bedeuten nicht alle Zugänge auf der Passivseite auch einen Zuwachs bei den flüssigen Mitteln, so die Zugänge bei den Warenkreditoren nicht. Denn hier tritt die Erhöhung des Geldbestandes erst nach vollendetem Umsatz ein. In unserer Rechnung erscheinen sie jedoch sofort als Zunahme der liquiden Mittel, allerdings auch im gleichen Augenblick als Abgang nach den Vorräten. Es wird aber damit rechnungsmäßig ein Posten unmittelbar über die Geldbestände geführt, der in Wirklichkeit erst nach einem Umweg dorthin gelangt. Ein ähnlicher Sachverhalt ergibt sich durch die Umgruppierung von Bilanzposten, wie sie insbesondere durch die Aktienrechtsnovelle vom September 1931 hervorgerufen wurde. Die Umbuchung von Rückstellungen z. B., die bisher unter Kreditoren geführt wurden, auf Eigenkapitalkonto, wirkt sich in unserer Rechnung einerseits als Abnahme der flüssigen Mittel (infolge des Abgangs bei den Kreditoren) und andererseits als Zunahme (infolge des Zugangs beim Eigenkapital) aus. Die Rechnung wird in ihrem Endergebnis damit nicht gefälscht, wohl aber ihre Bruttozahlen erhöht. — Der Umstand, daß wir nur Jahresabschlüsse miteinander vergleichen und nicht auch die Bilanzen nach der Dividendenausschüttung heranziehen können, führt dazu, daß in der Rechnung nicht der ganze Gewinn als Zugang bei den flüssigen Mitteln erscheint, sondern immer nur seine Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Das bringt uns gleichzeitig um die Erkenntnis, in welcher Form die Gewinne im Laufe des Jahres im Betriebe mitarbeiten. Andererseits zeigt die Kapitalverwendungsrechnung auch nicht den vollen Betrag der Ausschüttung an, sondern wiederum nur die Differenz, um die die Ausschüttung gegenüber der des Vorjahres höher oder niedriger ist. —

Wenn man in der Lage wäre, zwei Bilanzen miteinander zu vergleichen, von denen die eine zu Beginn des Geschäftsjahres aufgestellt wird, während die andere den vollen Jahresgewinn enthält, so wäre der gesamte Gewinn in der Kapitalverwendungsrechnung ersichtlich. Er ist dann gleich

Veränderung der flüssigen Mittel (Zu- oder Abnahme) [115])
+ Zugänge bei Anlagen und Umsatzvermögen
— Abgänge bei Anlagen und Umsatzvermögen
+ Abnahme des Eigenkapitals und der Schulden
— Zunahme des Eigenkapitals und der Schulden

= Zunahme der Unternehmungsmittel aus Gewinn.

[115]) Im Falle einer Abnahme mit negativem Vorzeichen einsetzen.

Kapitalverwendungsrechnung.

Durchgeführt an den Bilanzen der Siemens & Halske AG., Berlin-Siemensstadt.

Bilanzstichtag: 30. 9. in Millionen Mark

Jahr	Aktiva				Passiva				
	Realwerte		Geldwerte		Langfristig. Kapital		Kurzfrist. Kapital		Bilanz-
	Anlagen	Vorräte	Debitoren	fl. Mittel	Eigenkap.	Fremdkp.	Fremdkp.	Gewinn	summe
GEB	117,8	42,9	27,6	2,5	130,3	11,0	49,5	—	190,8
1923/24	118,2	39,3	42,6	5,0	133,1	10,9	61,1	—	205,1
Veränderung gegenüber Vorjahr	+0,4	—3,6	+15,0	+2,5	+2,8	—0,1	+11,6	—	
1924/25	120,1	44,2	63,1	16,6	133,7	42,7	61,8	5,8	244,0
Veränderung gegenüber Vorjahr	+1,9	+4,9	+20,5	+11,6	+0,6	+31,8	+0,7	+5,8	
1925/26	120,6	36,9	63,2	81,5	136,8	68,4	87,6	9,4	302,2
Veränderung gegenüber Vorjahr	+0,5	—7,3	+0,1	+64,9	+3,1	+25,7	+25,8	+3,6	
1926/27	125,3	31,3	82,2	109,9	141,1	64,4	131,9	11,3	348,7
Veränderung gegenüber Vorjahr	+4,7	—5,6	+19,0	+28,4	+4,3	—4,0	+44,3	+1,9	
1927/28	144,4	46,7	104,5	67,9	144,0	69,2	137,0	13,3	363,5
Veränderung gegenüber Vorjahr	+19,1	+15,4	+22,3	—42,0	+2,9	+4,8	+5,1	+2,0	
1928/29	172,7	59,1	107,7	67,0	166,0	90,4	136,7	13,4	406,5
Veränderung gegenüber Vorjahr	+28,3	+12,4	+3,2	—0,9	+22,0	+21,2	—0,3	+0,1	
1929/30	188,3	38,8	153,6	149,7	241,8	165,6	109,1	13,9	530,4
Veränderung gegenüber Vorjahr	+15,6	—20,3	+45,9	+82,7	+75,8	+75,2	—27,6	+0,5	
1930/31	199,4	30,4	155,9	118,8	241,6	162,4	91,6	8,9	504,5
Veränderung gegenüber Vorjahr	+11,1	—8,4	+2,3	—30,9	—0,2	—3,2	—17,5	—5,0	
1931/32	195,2	22,0	153,7	107,8	277,7	156,1	38,6	6,3	478,7
Veränderung gegenüber Vorjahr	—4,2	—8,4	—2,2	—11,0	+36,1	—6,3	—53,0	—2,6	
1932/33	197,1	17,3	140,4	115,4	273,2	148,3	42,4	6,3	470,2
Veränderung gegenüber Vorjahr	+1,9	—4,7	—13,3	+7,6	—4,5	—7,8	+3,8	—	

bzw. der Verlust wäre gleich

Veränderung der flüssigen Mittel (Zu- oder Abnahme) [116])
+ Abgänge bei Anlagen und Umsatzvermögen
— Zugänge bei Anlagen und Umsatzvermögen
+ Zunahme des Eigenkapitals und der Schulden
— Abnahme des Eigenkapitals und der Schulden

= Abnahme der Unternehmungsmittel aus Verlust.

In der Anschaffungswertbilanz besteht die Fiktion von der Uebereinstimmung des Gewinns mit dem Zugang an Vermögen in Geld- oder Realwerten. Es wird dadurch der Anschein erweckt, daß die Ausschüttung tatsächlich auf Grund von neu zugegangenen Mitteln erfolgt. Die Verknappung der Geldmittel infolge von Scheingewinnausschüttung kommt also in der Gewinnposition nicht zum Ausdruck (wie etwa dadurch, daß die Zugänge aus Gewinn kleiner sind als die Abgänge durch Ausschüttung). Vielmehr äußert sie sich in dem Abfluß von flüssigen Mitteln in die Realwerte bei Wiederbeschaffung der alten Substanz.

Die Kapitalverwendungsrechnung wird exemplifiziert an Hand von Bilanzen der Siemens & Halske AG.[117]) für die Zeit von der Goldmark-Eröffnungsbilanz bis zum Jahre 1932/33.

Entwicklung der relativen Liquidität bei der Siemens & Halske AG.

	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932
	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933
	A	H	K	A	H	H	D	D	D	A
relat. Liquidität	80	129	165	146	126	128	278	300	677	604

Mit Hilfe der Kapitalverwendungsrechnung soll nun untersucht werden, welche Anlageformen von den Wertströmen in den einzelnen Phasen der Konjunktur bevorzugt werden, ob bei ihnen etwaige Richtungswechsel eintreten, und vor allem soll sie der Feststellung dienen, auf welche Positionsänderungen die jeweiligen Geldbestände vornehmlich zurückzuführen sind. Die Rechnung ist nach folgender Formel durchzuführen:

(1) Zugänge bei den Passiva
+ Abgänge bei den Aktiva
= Zugänge bei den flüssigen Mitteln.

(2) Zugänge bei den Aktiva
+ Abgänge bei den Passiva
= Abgänge bei den flüssigen Mitteln.

(3) (1) — (2) = Veränderung der flüssigen Mittel.

[116]) Im Falle einer Zunahme mit negativem Vorzeichen einsetzen.
[117]) Für die Wahl der Siemens & Halske AG. war ausschlaggebend, daß in

Auf diese Weise wäre jedes Jahr durchzurechnen. Wir müssen uns jedoch darauf beschränken, für jede Phase der Konjunktur nur einen einzigen Fall herauszugreifen.

Anstieg: 1926/27.	Mill. RM	**Hochspannung: 1927/28.**	Mill. RM
Zugang b. Eigenkapital	4,3	Zugang b. Eigenkapital	2,9
Zugang bei den Kreditoren	44,3	Zugang b. langfr. Fremdkapital	4,8
Zugang beim Gewinn	1,9	Zugang b. d. Kreditoren	5,1
Abgang b. d. Vorräten	5,6	Zugang b. Gewinn	2,0
Zugänge b. d. fl. Mitteln	56,1	Zugänge bei den fl. Miteln	14,8
Zugang bei den Anlagen	4,7	Zugang bei den Anlagen	19,1
Zugang bei den Debitoren	19,0	Zugang bei den Vorräten	15,4
Abgang bei langfr. Fremdkap.	4,0	Zugang bei den Debitoren	22,3
Abgänge b. d. fl. Mitteln	27,7	Abgänge bei den fl. Mitteln	56,8
Verändg. d. fl. Mittel 56,1 ./. 27,7 =	+28,4	Verändg. d. fl. Mittel 14,8—56,8 =	—42,0

Krise 1925/26.		**Depression: 1931/32.[118])**	
Zugang beim Eigenkapital	3,1	Abgang bei den Anlagen	4,2
Zugang b. langfr. Fremdkap.	25,7	Abgang bei den Vorräten	8,4
Zugang bei Kreditoren	25,8	Abgang bei den Debitoren	2,2
Zugang beim Gewinn	3,6	Zugang bei den fl. Mitteln	14,8
Abgang bei den Vorräten	7,3		
Zugänge b. den fl. Mitteln	65,5	Abgang b. langfr. Fremdkap.	6,3
		Abgang b. kurzfr. Fremdkap.	16,9
Zugang bei den Anlagen	0,5	Abgang b. Gewinn	2,6
Zugang bei den Debitoren	0,1	Abgänge bei den fl. Mitteln	25,8
Abgänge b. d. fl. Mitteln	0,6		
Veränderung der fl. Mittel 65,5—0,6 =	+64,9	Veränderung der fl. Mittel 14,8—25,8 =	—11,0

Die Auswertung der vorstehenden Zahlen führt — unter gleichzeitiger Berücksichtigung der hier nicht durchgerechneten Jahre — zu nachstehenden Ergebnissen.[119])

(1) Im Anstieg (1923/24, 1926/27, 1932/33) ist eine mäßige Zunahme der flüssigen Mittel zu beobachten. Dieser Zuwachs erklärt sich aus folgenden Veränderungen im Vermögens- und Kapitalauf-

---

ihren Bilanzen die Trennung nach Debitoren und flüssigen Mitteln streng durchgeführt ist, daß ihre Bilanzzahlen einen gewissen Grad von Bewegtheit aufweisen, vor allem aber, daß diese Bilanz in Wirklichkeit eine Vielzahl von Unternehmungen repräsentiert.

[118]) Die Erhöhung des Eigenkapitals entsteht durch Umbuchung von Reserven, die seither unter Kreditoren geführt wurden. Sie sind hier gegen die Abnahme der Kreditoren aufgerechnet.

[119]) Man vgl. hierzu die Resultate des vorhergehenden Abschnittes über die „Entwicklung der Einzelwerte" und prüfe deren grundsätzliche Uebereinstimmung mit den folgenden Feststellungen.

bau der Unternehmung. Auf der Aktivseite sind Zugänge festzustellen bei den Anlagen und Debitoren. Bei den Anlagen ist diese Erhöhung durchweg gering. Die Debitoren dagegen erfahren insbesondere im Jahre nach der Stabilisierung eine sehr beträchtliche Vermehrung. Hierin drückt sich die allgemeine Geldknappheit dieses Jahres aus, die die Unternehmer nötigte, lange Zahlungsfristen zu gewähren. Im Jahre 1932/33 trit eine Debitorenerhöhung nicht ein, im Gegenteil, die Debitoren strömen reichlich der Kasse zu. Das ist ein Zeichen dafür, daß die Krise trotz flüssiger Lage am Geldmarkt doch noch nicht vollständig überwunden ist, obgleich die Belebung schon teilweise eingesetzt hat. Die Vorräte weisen im Anstieg Abgänge auf. Es wird also zweifellos bei einsetzender Belebung zunächst vom Lager verkauft, denn um Wertsenkungen kann es sich bei den Vorräten nicht mehr handeln, da im Anstieg die Preise bereits anziehen, wie die Indices beweisen. — Auf der Seite der Passiva sind im Anstieg zunächst Zugänge beim Eigenkapital [120]) (Gewinnvortrag, Reservelegung) und Zugänge bei den Kreditoren zu verzeichnen. Bei letzteren handelt es sich um die Erhöhung der Anzahlungen und Zunahme der Warenkreditoren zur Finanzierung des Debitorenwachstums aus steigender Umsatztätigkeit. Langfristiges Fremdkapital wird zunächst noch nicht in Anspruch genommen, vielmehr werden Rückzahlungen darauf geleistet. Die Gewinne haben steigende Tendenz. 1923/24 gestattete allerdings die finanzielle Situation eine Ausschüttung derselben nicht, sie mußten vorgetragen werden. 1932/33 ist der Gewinnrückgang zum Halten gebracht. Zusammenfassend ergibt sich für den Anstieg das folgende Bild: Die flüssigen Mittel erhalten Zugänge aus dem Abbau der Vorräte und aus steigenden Gewinnen, sowie einen (fiktiven) Zugang aus den Kreditoren. Diese Zugänge sind größer als der Abfluß von flüssigen Mitteln in Anlagen, Debitoren und zur Rückzahlung langfristiger Schulden.

(2) In der Hochspannung (1924/25, 1927/28, 1928/29) ist sowohl eine Zunahme an flüssigen Mitteln zu beobachten (1924/25) wie auch eine Abnahme. Diese Zunahme im Jahre 1924/25 ist auf hohe Emissionsreste zurückzuführen, sodaß nach Ausschaltung dieses Störungsfaktors allgemein ein Rückgang der flüssigen Mittel in der Hochspannung zu konstatieren wäre. Auf der Aktivseite zeigt jede Position Zugänge auf. Diese Zugänge verteilen sich auf Anlagen, Vorräte und Debitoren in den angeführten Jahren nicht immer in dem gleichen Verhältnis. 1924/25 überwiegen die Debitorenzugänge (das Betriebskapital beansprucht immer weitere Mittel!), 1927/28 kommen die Realwertzugänge ins Uebergewicht und 1928/29, in der letzten Hochspannung, sind es insbesondere die Anlagenzugänge, die

---

[120]) 1932/33 erklärt sich der Rückgang des Eigenkapitals aus der Auflösung von Rückstellungen.

in großem Umfange flüssige Mittel absorbieren. — Auf der Passivseite weisen gleichfalls alle Positionen Zugänge auf. Es erhöht sich das Eigenkapital durch Reservelegung und Emissionen (1928/29), die langfristigen Schulden durch Aufnahme von Anleihen; die Kreditoren wachsen nur noch um geringe Beträge an (1928/29 gehen sie sogar schon zurück); die Gewinne erfahren Verbesserungen. Damit ergibt sich in der Hochspannung folgende Lage: Der Abfluß von flüssigen Mitteln in die Realwerte und Debitoren ist infolge der allgemeinen Betriebserweiterung so groß, daß trotz der starken Zugänge von der Kapitalseite her, als Endergebnis ein Rückgang der Geldbestände eintritt. Hier sind es vor allen Dingen die Anlagenerweiterungen, die eine Verknappung der flüssigen Mittel herbeiführen.

(3) In der Krise (1925/26; für die späteren Jahre läßt sich der Zeitpunkt der Wende nicht genau bestimmen) zeigt sich ein starker Zugang an flüssigen Mitteln. Diese Tatsache widerspricht den bisherigen Erfahrungen, die man in Krisenzeiten gemacht hat, und auch unseren eigenen Beobachtungen in den Jahren 1904—1913. Sie findet jedoch ihre Erklärung in der Aufnahme von Fremdkapital, die trotz hoher Zinsfüße infolge des unverminderten ausländischen Kapitalangebots möglich war. Auf der Aktivseite sieht man nur noch unmerkliche Zugänge bei Anlagen und Debitoren, sowie einen scharfen Rückgang bei den Vorräten (Wertsenkungen). Die Passiva weisen eine Erhöhung aller Posten auf. Unter ihnen vor allem das Fremdkapital, und zwar das langfristige durch hohe Anzahlungen. Letzteres ist bereits ein Anzeichen für die einsetzende Belebung. Hieraus ist einerseits die Kürze der Krise, vor allem aber die übergangslose Folge des Anstiegs auf den Zusammenbruch zu ersehen. Man vermißt dazwischen die ganze Phase der Depression. Es wäre nun gewagt, wollte man nach einer einzigen Krisenbilanz und dazu in einer derart „regelwidrigen" Konjunktur Schlüsse von allgemeiner Gültigkeit ziehen. Immerhin sind selbst in dieser Bilanz gewisse Grundtendenzen erkenntlich, wenn man nur die Emissionsbeträge und Anzahlungen, die sich noch größtenteils in der Kasse befinden, absetzt. Es wird sich dann zeigen, daß in der Krise die Zugänge bei den flüssigen Mitteln von der Passivseite her nur noch sehr gering sind. Das unverzügliche Abschreiben der Wertsenkungen auf die Vorräte führt eine Erhöhung der flüssigen Mittel herbei. Der Abfluß in die Anlagen und Debitoren hört fast vollständig auf.

(4) In der Depression (1929/30—1931—32) liegen die Verhältnisse, je nachdem, ob es sich um deren Anfang oder Ende handelt, verschieden. In der Nachkriegskonjunktur sind allerdings auch hier wiederum die wirklichen Reaktionen durch Vorgänge auf der Kapitalseite überdeckt. — Im ersten und zweiten Depressionsjahr sind zunächst noch Zugänge auf der Aktivseite bei den An-

lagen und Debitoren zu beobachten. Die Vorräte dagegen gehen im ersten Depressionsjahr sehr scharf, im zweiten etwas weniger heftig zurück. Im letzten Depressionsjahr ist dann der Abgang auf der Aktivseite allgemein. — Die Passiva zeigen 1929/30 einen großen Zugang beim langfristigen Kapital. Es handelt sich dabei um die Aufnahme einer Anleihe und Verbuchung des darauf erzielten Agios auf Eigenkapital. — Die Kreditoren weisen einen beträchtlichen Rückgang auf. Sie sind offensichtlich aus dem Emissionserlös abgetragen worden. Der Gewinn erfährt noch eine leichte Erhöhung. Im zweiten und letzten Depressionsjahr ist sodann durchweg ein Abgang bei allen Passivpositionen festzustellen. Die Schulden werden abgetragen, der Gewinn verringert sich mitsamt seinem Vortrag. — Es läßt sich übrigens bei Siemens beobachten, daß der Emissionserlös aus dem ersten Depressionsjahr nicht zu Erweiterungsbauten verwendet, sondern in Geldform belassen bzw. zur Schuldentilgung benutzt wird. Allgemein ist zu sagen, daß mit fortschreitender Depression die flüssigen Mittel in zunehmendem Maße Zugänge aus dem Abbau von Anlagen, Vorräten und Debitoren erhalten, während die Abflüsse nach der Kapitalseite hin und infolge von Verlusten mit ihrem Fortschreiten abnehmen. Durch das Anschwellen der Zugänge und die Verringerung der Abgänge bei den flüssigen Mitteln entsteht schließlich die depressive Ueberliquidität.

C) Die Ursachen der Liquiditätsänderungen.

Der darstellende Teil dieser Arbeit ist abgeschlossen. Es wurde darin gezeigt, in welcher Weise die Liquidität im Konjunkturverlauf sich verändert und nachgewiesen, woher ihre Schwankungen stammen. Es bleibt nun die Aufgabe der Interpretation dieses Befundes. Das bedeutet hier den Versuch der ursächlichen Verknüpfung einer bestimmen dynamischen Erscheinung — der Liquidität — mit den bewegenden Faktoren des Betriebes und der Wirtschaft. — Der nachfolgende Teil trennt die innerbetriebliche von der gesamtwirtschaftlichen Dynamik, eine Unterscheidung, die der Wirklichkeit nicht ganz entspricht, in der es nur eine Dynamik der Wirtschaft schlechthin gibt. Doch läßt sich diese Einteilung aus Gründen der besseren Darstellung rechtfertigen.

I. Die innerbetriebliche Dynamik.

In dem Kapitel über die Kapitaldisposition im Konjunkturverlauf wurde ausführlich dargelegt, daß die Liquiditätsschwankungen in einem bestimmten Zusammenhang mit den Positionsänderungen der Bilanz stehen. Diese nun ergeben sich — gleichen Geldwert vorausgesetzt — durch das Entstehen von Erfolgen oder durch Substanzänderungen. Je nachdem, ob man letztere aktivisch oder passivisch betrachtet, ist zu unterscheiden die Veränderung des Vermögensaufbaus von der Veränderung des Kapitalaufbaus der Unternehmung. Somit erhält man die drei innerbetrieblichen Aenderungsfaktoren der Liquidität: den Erfolg, den Abbau bzw. die Erweiterung der Vermögensbestände und die Finanzierung.

1. Der Erfolg.

a) Der Umsatzgewinn.

Der Betrieb, der die ursächlichen Beziehungen zwischen dem Umsatzerfolg und der Liquidität aufzeigen soll, muß in einer ganz bestimmten Weise in den Markt eingegliedert sein, damit die Zusammenhänge sich deutlich genug abheben. Es ist auszugehen von einem vollbeschäftigten Betrieb, der gerade den Normalpreis [1]) für seine Erzeugnisse hereinbekommt. Bei dieser Marktkonstellation sollte für ihn an sich kein Anreiz zu Substanzänderungen bestehen. Er wird sich auf die bloße Kostenreproduktion beschränken. Es sei

[1]) Näheres hierüber siehe bei Schmidt, Kalkulation und Preispolitik, Berlin 1931, S. 1543.

ferner angenommen, daß Schwankungen des allgemeinen Geldwertes unterbleiben und schließlich sei noch die Voraussetzung gemacht, daß die flüssigen Bestände der Unternehmung auf die Vollbeschäftigung abgestimmt sind. Bei einer dergestalt in die Märkte eingebetteten Unternehmung fließen liquide Mittel in Höhe der Kostenzahlungen aus der Kasse in den Beschaffungssmarkt ab und kehren in dieselbe nach einer Umsatzperiode als Erlöse auf die Fertigwaren zurück und zwar in einem höheren Betrage als sie abgeflossen sind, da in den Erlösen neben den Mitteln für den Kostenersatz auch eine Vergütung für die Betriebstätigkeit enthalten ist. Bei diesem Stand der Dinge wachsen die flüssigen Mittel in dem gleichen Maße an wie der Gewinn, sodaß alle Liquiditätsänderungen dieses Betriebes — unter der Voraussetzung, daß die Gewinne in liquider Form verbleiben — ihre alleinige Ursache im Erfolg finden.[2])

Die Paralellität von allmählicher Gewinnbildung und langsamer Liquiditätsverbesserung im Verlauf des Geschäftsjahres beweist die Uebereinstimmung der Rentabilitäts- mit der Liquiditätsentwicklung in einer Unternehmung, die weder erweitert noch abbaut. Diese Uebereinstimmung besteht auch in dem sich ändernden Betriebe, nur, daß sie darin durch andere Vorgänge überdeckt werden kann.

Den bisherigen Ausführungen wurde eine stetige Gewinnentwicklung zugrunde gelegt. Diese kann nun aus verschiedenen Gründen Schwankungen unterworfen sein. Erstens, indem die bisher unterstellte konjunkturlose Wirtschaft in Bewegung kommt, d. h. also, Veränderungen der Marktlage auf der Beschaffungs- oder Absatzseite eintreten, und zweitens, indem gewisse Faktoren im Betrieb selbst sich ändern, wie seine Wirtschaftlichkeit oder seine Substanz.

Die Marktänderung kann — wie gesagt — auf der Seite der Beschaffung oder der des Absatzes eintreten. Preisänderungen auf dem Beschaffungsmarkt bedeuten Kostenänderungen. Eine Erhöhung der Beschaffungspreise führt — bei gleichbleibenden Erlösen — zu höheren Kosten und zu einem entsprechend verminderten Gewinn. Eine Senkung der Beschaffungspreise führt zum entgegengesetzten Ergebnis, also einem höheren Gewinn. — Das Entsprechende gilt von Preisänderungen auf dem Absatzmarkt. Hier läuft — bei gleichbleibenden Kosten — die Entwicklung der Preise mit der der Gewinne parallel. Für die Liquidität bedeutet das, daß sie mit jeder Veränderung der Spanne zu einer Verbesserung der Liquidität führt und umgekehrt.

Die Aenderung der Wirtschaftlichkeit kommt in den Mengenkosten zum Ausdruck, die zur Herstellung des gleichen Erzeugnisses aufgewendet werden müssen. Erhöht sich die Wirt-

[2]) An diesem Fall zeigt sich übrigens, daß sogar die Hypothese einer vollkommen statischen Wirtschaft unhaltbar ist, da selbst im Gleichgewichtszustand ein dynamischer Faktor wirksam ist, nämlich Vermögenszuwachs aus Gewinn.

schaftlichkeit durch Rationalisierungsmaßnahmen verschiedenster Art, so kann in Zukunft entweder die gleiche Produktionsmenge mit einem geringeren Aufwand oder eine höhere Menge mit dem gleichen Aufwand hergestellt werden. In beiden Fällen verbessert sich die Liquidität in Höhe der Ertragssteigerung. — Verschlechtert sich die Wirtschaftlichkeit des Betriebes, so bedeutet das, daß entweder nur noch eine geringere Menge mit dem gleichen Aufwand produziert werden kann oder die gleiche Menge mit einem höheren Aufwand. Im ersten Falle leidet die Liquidität durch den entgangenen Gewinn auf den ausfallenden Teil der Produktion, im zweiten infolge der höheren Aufwendungen.

Zu Substanzänderungen wird der Unternehmer veranlaßt einerseits durch bestimmte Bewegungen des Marktes, sowie durch die Möglichkeit der Gewinnsteigerung bei entsprechender Kosten- und Preispolitik. — Wenn die Spanne zwischen den Märkten der Unternehmung eine Differentialrente abwirft, oder wenn die Aussicht besteht, durch Vergrößerung der Produktionsmenge zu sinkenden Stückkosten zu gelangen, die eine Absatzsteigerung wahrscheinlich machen, so wird sich der Unternehmer zu einer Betriebserweiterung entschließen. Zu einem teilweisen Abbau des Betriebes wird es kommen, wenn infolge der Marktkonstellation dauernde Verluste von der Unternehmung zu tragen sind bzw. wenn sie durch eine künstliche Verknappung des Angebots die Preise in die Höhe treiben will (Monopolpolitik). — Hier soll nicht untersucht werden, in welcher Weise die Vornahme der Erweiterung oder des Abbaus selbst auf die Liquidität einwirkt, dies ist dem nächsten Kapitel vorbehalten, sondern hier interessieren diese Maßnahmen nur insoweit, als sie zu Ertragsänderungen führen. — Bei der Erweiterung bedeutet jede Gewinnerhöhung gegenüber dem vorherigen Zustande auch eine Liquiditätsverbesserung. Sehr oft schlägt sie jedoch infolge falscher Disposition in das gerade Gegenteil um und führt zu umso höheren Verlusten und entsprechender Liquiditätsminderung. — Der Abbau erfolgt in der Absicht, die Verluste zu mindern. Wird dieses Ziel erreicht, so tritt eine Liquiditätsbesserung ein. Infolge der Anschaffungswertrechnung (Verrechnung von Wertminderung als Verlust) wird der Abbau gewöhnlich soweit getrieben, daß die Produktion immer noch eingeschränkt wird, obgleich bereits Gewinne darauf erzielt werden.

b) Der Spekulationsgewinn.

Spekulationsgewinne sind in einer konjunkturlosen Wirtschaft ausgeschlossen. Sie können nur dann entstehen, wenn Wertänderungen zwischen zwei Zeitpunkten, d. h. dem Beginn und der Abwicklung der Spekulation, eintreten. — Es ist zu unterscheiden die Spekulation mit spekulativen Beständen von derjenigen mit dem Produktionsvermögen. — Bei der Spekulation mit spekulativem Vermögen wiederum ist zu trennen der Erfolg aus Spekulation mit Fremd- und mit Eigenkapital.[3]) Bei der Spekulation mit Fremd-

[3]) F. Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, 3. Aufl., Leipzig 1929, S. 55.

kapital beträgt die Veränderung der flüssigen Mittel gleich der positiven oder negativen Differenz zwischen dem Ausgangskapital zuzüglich Kosten und dem Erlös des Spekulationsbestandes bei Abwicklung des Geschäftes. Beim Eigenkapital ist man zunächst versucht, anzunehmen, der Zugang an flüssigen Mitteln betrage nach Abschluß der Spekulation ebenfalls die volle Höhe der Wertänderung. Das wäre aber nur dann der Fall, wenn das Spekulationsgut allein eine Wertänderung erfährt, die Kaufkraft des Geldes dagegen unverändert bleibt. Da aber der Geldwert fortwährenden Schwankungen ausgesetzt ist, muß der Ausgangsbetrag erst um die allgemeine Kaufkraftänderung korrigiert werden, ehe der Spekulationserfolg ermittelt werden kann, weil das Eigenkapital Anspruch stellt auf durchschnittliche Werterhaltung. — Bei der Finanzierung mit Produktionsvermögen ist ebenfalls danach zu unterscheiden, ob die Durchführung mit Eigen- oder Fremdkapital vorgenommen wird. Eigenkapitalspekulation ist hier nur mit Geldwerten möglich, auf die Realwerte des Produktionsvermögens dagegen können nur Vermögenswertänderungen entstehen, die keine echten, sondern nur Scheinerfolge darstellen. Sie führen infolgedessen nach vollendeter Reproduktion zu keinem Zuwachs an flüssigen Mitteln. Bei der Fremdkapitalspekulation verhält es sich gerade umgekehrt. Hier ist es nicht möglich, in Geldwerten zu spekulieren, weil das Fremdkapital die gleichen Wertbewegungen mitmachen würde, dagegen sehr wohl in Realwerten des Produktionsvermögens. Allerdings entstehen bei letzteren Spekulationserfolge erst dann, wenn die Anlagen veräußert werden; bis dahin stellen sie unrealisierte Gewinne dar, die eine Vermehrung der flüssigen Mittel mit sich bringen.

Wir können als Ergebnis festhalten, daß — Tageswertrechnung vorausgesetzt — die Liquidität durch dieselben Faktoren verändert wird, die auch die Erfolge der Unternehmung beeinflussen, und daß diese Veränderungen quantitativ miteinander übereinstimmen, dergestalt, daß eine Erhöhung des Erfolges in gleicher Höhe eine Liquiditätsverbesserung herbeiführt und umgekehrt.

2. Abbau oder Erweiterung des Betriebes.

Die Unternehmung steht unter dem immanenten Gesetz der Substanzerhaltung.[4]) Der betriebswirtschaftliche Niederschlag dieser Tendenz ist das Streben der Unternehmung nach der Reproduktion ihrer Kostenvorräte. Zu wiederholten Malen wurde betont, daß bei exakter substantieller Reproduktion keinerlei Auswirkungen auf die Liquidität von dieser Seite her entstehen. Sie ergeben sich vielmehr erst bei Abweichungen des Kreislaufs von seiner seitherigen Größen-

[4]) Vgl. hierzu Großmann: Die Abschreibung vom Standpunkt der Unternehmung, Berlin 1925, S. 269: Die Unternehmung „steht unter dem immanenten Gesetz des Fortbestandes".

ordnung oder Richtung, mit anderen Worten, durch Umwandlungen im Vermögensaufbau der Unternehmung, die sich als Folgeerscheinungen der Kreislaufschwankungen einstellen. Vom Standpunkt der Liquidität ist nun von besonderer Bedeutung, in welchem Umfange solche Veränderungen eintreten können und inwieweit die flüssigen Mittel von ihnen berührt werden.

Es ist von dem Vermögen einer beliebigen industriellen Unternehmung auszugehen und diese daraufhin zu untersuchen, innerhalb welcher Grenzen ihre Bestände beweglich und veränderlich sind. Es wird sich herausstellen, daß zunächst in jedem Betrieb ein durchaus unveränderlicher Vermögenskern vorhanden ist, der zur Erstellung einer bestimmten Leistung unbedingt erforderlich ist. Umfang und Struktur dieses Vermögenskernes richten sich nach dem Geschäftszweig und den individuellen Betriebsmethoden der jeweiligen Unternehmung. Um den Kern des dergestalt durch den Betriebsprozeß „gebundenen" Vermögens findet man gewöhnlich noch weitere, zur Erstellung der Leistung nicht unbedingt erforderliche und daher „freie" Vermögensteile gelagert. — In der Literatur ist auf diese Tatsachen schon längst hingewiesen worden, und deshalb kann es sich hier nur um die Nutzbarmachung der gewonnenen Einsichten für die Probleme der Liquidität handeln.

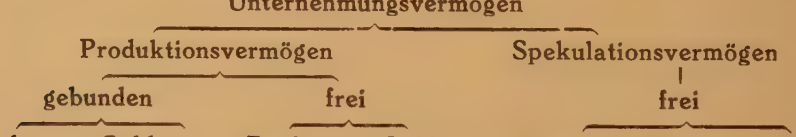
Findeisen [5]) bezeichnet in Uebereinstimmung mit Nicklisch [6]) das soeben als Vermögenskern gekennzeichnete gebundene Vermögen als Betriebsfonds. Dieser Betriebsfonds ist die Summe aus den Anlagen und sämtlichen eisernen Beständen. Er bildet die Produktionseinheit des jeweils im Betriebe arbeitenden Kapitals. Zu den eisernen Beständen werden nicht nur die Vorräte an Sachgütern gerechnet, sondern gleichfalls die Geldwertbestände, soweit sie zur Aufrechterhaltung des jeweiligen Umsatzes erforderlich sind. — Schmaltz [7]) bezeichnet den Betriebsfonds als fixes Kapital, die übrigen Vermögensteile als variables. Vom letzteren sagt er, daß es sich um saisonmäßig bedingtes Zusatzkapital handelt, das sich u. U. auch mit der Konjunktur ändern kann. — Die reichste Begriffsbildung weist Schmalenbach auf. Er unterscheidet einmal nach eisernen und spekulativen Beständen [8]) und sodann nach gebundenem und ungebundenem Vermögen. In seiner neuesten Arbeit [9]) hat er das letzte Begriffspaar erweitert und vertieft, indem er es gleichzeitig vom gesamtwirtschaftlichen Gesichtspunkt, insbesondere dem der Zinsbildung, betrachtet und bezeichnet es als gebundenes und freies Kapital. Das gebundene Kapital deckt sich mit dem Begriff des Betriebsfonds, denn es repräsentiert Bestände, deren Abgänge immer wieder der Ergänzung bedürfen,[10]) während die freien Kapitalien zur Liquidation drängen und im Betriebe nicht

---

5) Hdb. d. Betriebswirtschaftl., Bd. 1, Sp. 1069 ff.
6) Nicklisch, Wirtschaftl. Betriebslehre, 7. Aufl., Stuttgart 1932, S. 334.
7) Schmaltz, Betriebsanalyse, Stuttgart 1929, S. 187.
8) Schmalenbach, Dynamische Bilanz, 3. Aufl., Leipzig 1925, S. 183.
9) Schmalenbach, Kapital, Kredit, Zins, Leipzig 1933, S. 24.
10) Schmalenbach, a. a. O., S. 25.

weiter benötigt werden. Die spekulativen Vorräte werden zum gebundenen Kapital gerechnet, da sie bis zur Abwicklung der Spekulation sich in gebundenem Zustande befinden.[11]) Die Gebundenheit des Vermögens ist also nach Schmalenbach nicht allein im Hinblick auf den Produktionsprozeß zu verstehen, sondern bezieht sich auf die allgemeinere Feststellung, ob das Kapital überhaupt beschäftigt ist (also auch in spekulativer Anlage).

Diese Ergebnisse sollen nun für das Problem der Liquidität verwertet werden. Zu diesem Zweck wird eine Gliederung des Vermögens unternommen. Die Gesamtheit der Unternehmungsmittel ist als Unternehmungsvermögen zu bezeichnen. Das Unternehmungsvermögen setzt sich zusammen aus den Vermögensteilen, die der eigentlichen Produktion dienen sollen und solchen, die für Spekulationszwecke bestimmt sind; es setzt sich also zusammen aus dem Produktions- und dem Spekulationsvermögen.[12]) Das Produktionsvermögen wiederum zerfällt in gebundenes und freies Vermögen. Es ist gebunden in der Höhe, wie es zur Erstellung der jeweiligen Produktionsleistung gerade erforderlich ist (= Betriebsfonds) und frei in all' denjenigen Beständen, die zu diesem Zwecke nicht notwendig sind. Das gebundene und freie Produktionsvermögen kann jeweils Real- oder Geldwertform annehmen. Als freie Realwerte sind unter den Anlagen z. B. stillgelegte Betriebsteile bzw. der unbeschäftigte Teil der Kapazität anzusehen, unter den Vorräten die auf Lager produzierten Fertigfabrikate. Das Spekulationsvermögen ist vom Standpunkt der Produktion als frei zu bezeichnen. Es kann dem Betrieb entzogen werden, ohne daß dieser in der Erfüllung seiner eigentlichen Aufgaben behindert würde. Auch das Spekulationsvermögen kann in Real- oder Geldwerten bestehen. Als Realwert tritt es gewöhnlich in der Gestalt von Vorräten auf, aber ausnahmsweise kann die Unternehmung auch in Anlagewerten spekulieren (Grundstücke und Unternehmung als Ganzes, von der man z. B. als Außenseiter hofft, daß sie von einem Kartell aufgekauft wird). — Das nachstehende Schema gibt einen Ueberblick über die vorgenommene Einteilung des Vermögens:



Freie Vermögensteile stellen somit die unbeschäftigten Bestände der Real- und Geldwerte des Produktionsvermögens dar, sowie das gesamte Spekulationsvermögen. Die Unterscheidung nach gebundenen und freien Vermögensteilen hat ihre besondere Be-

[11]) Schmalenbach, a. a. O., S. 25.
[12]) Schmidt, a. a. O., S. 104.

deutung für die Liquidität. Denn während das gebundene Vermögen die Tendenz zur Reproduktion hat, besitzt das freie Vermögen ein solches Bedürfnis nicht, im Gegenteil, es drängt zur Liquidation und soweit es bereits liquide ist, zur Investition. Von ihm ist also in besonderem Maße zu erwarten, daß es Bewegung in die Geldbestände bringt. — Das freie Vermögen ist mit dem realisierbaren oder realisierten nicht zu verwechseln. Realisiertes Vermögen kann sehr wohl gebunden sein (eiserner Kassebestand), während freie Vermögensteile u. U. nur äußerst schwer realisierbar sind (stillgelegte Betriebe). — Im nachfolgenden sind zu unterscheiden Veränderungen im Vermögensaufbau bei gleichbleibender Kapazität und solche bei veränderter Kapazität (Abbau und Erweiterung im eigentlichen Sinne).

a) Bestandsänderungen bei gleichbleibender Kapazität.

Es ist auszugehen von einem Zustand, bei dem das gesamte Produktionsvermögen gebunden ist. In der Praxis wird dies bei richtiger Abstimmung der Vermögensteile aufeinander und auf die Produktion bei Vollbeschäftigung der Fall sein. Auch hier tritt ein vorübergehender Abbau, eine „planmäßige Rückkehr gebundenen Kapitals in flüssigen Zustand durch die Abschreibungen“ [13]) ein. Doch die freigesetzten Beträge werden in Form von Zugängen wieder den Realwerten zugeführt. Die Reproduktion kann allerdings vorübergehend aufgeschoben werden, ohne daß die Produktionsleistung des Betriebes darunter leiden müßte. Die flüssigen Abschreibungsbeträge stellen dann ungebundenes Vermögen dar; aber dieses Vermögen ist nur bedingt frei, denn vom Standpunkt einer dauernden Vollbeschäftigung, die bei einer tatsächlichen Unterbrechung der Anlagenreproduktion nicht aufrecht erhalten werden kann, aber auch im Hinblick auf die Substanzerhaltung, sind diese Beträge nicht als vollkommen frei anzusehen.

Wenn die Bindung des Vermögens in direkter Beziehung zur Produktionsleistung steht, dann muß sie sich auch mit deren Schwankungen verändern. Das bedeutet, daß der Grad der Vermögensbindung abhängig ist vom Grade der Beschäftigung. Bei abnehmender Beschäftigung werden entsprechende Teile des Produktionsvermögens freigesetzt, während sie bei der Erhöhung des Beschäftigungsgrades wiederum gebunden werden. Dieser Freisetzung bzw. Bindung des Vermögens läuft eine Wertbewegung aus den Realwerten in die Geldwerte bzw. umgekehrt, parallel. Das findet seine Erklärung in folgendem: Es ist ja ein Merkmal des freien Vermögens, daß es an der Produktion nicht teilnimmt, mit anderen Worten, daß es keinen Teil hat an der Erwirtschaftung von Umsatzerträgen. Soweit es nun in Realwerten investiert ist, muß es für die Unternehmung zu einer Verlustquelle werden. Aus diesem Grunde betreibt man seine Liquidation. Umgekehrt hat das ver-

[13]) Schmalenbach, Kapital, Kredit, Zins, Leipzig 1933, S. 82.

flüssigte freie Produktionskapital bei ansteigender Beschäftigung die Tendenz zur Investition. Es bevorzugt in dieser Phase der Konjunktur die Realwerte, in denen jetzt größere Ertragschancen liegen als in den Nutzungen der Geldwerte.

Bei zurückgehender Beschäftigung, so wurde gesagt, wird die Verflüssigung des freigesetzten Vermögens aus Rentabilitätserwägungen heraus angestrebt. Hierzu kann es aber noch eine weitere Veranlassung geben, und das ist die Sorge um das finanzielle Gleichgewicht. Denn durch die Verminderung des Umsatzes gehen in das Unternehmen geringere Erlöse ein, während die Verpflichtungen die gleichen geblieben sind. Auch das Gleichgewicht der Fälligkeiten verschiebt sich zu Ungunsten der Unternehmung. Aus diesem Grunde wird freies Vermögen zur Abdeckung dringender Schulden herangezogen. Hierzu gibt es jedoch folgendes zu sagen: Das durch saisonmäßigen oder konjunkturellen — also durch vorübergehenden — Beschäftigungsrückgang freigesetzte Produktionsvermögen ist genau wie die planmäßig flüssig gewordene Abschreibung, nur bedingt frei. Es ist bei einer späteren Erhöhung der Produktion unerläßlich und wird der Unternehmung fehlen, wenn sie wieder der Vollbeschäftigung zustrebt. Eine Rückzahlung mit verflüssigtem Produktionsvermögen bedeutet daher Abbau der Substanz. — In der Praxis wird die Bedingtheit der freigesetzten und verflüssigten Vermögensteile bereits erkannt. So findet sich im Bericht der Siemens & Halske AG. über das Geschäftsjahr 1931/32 eine Bemerkung darüber, daß im Falle einer Wiederingangsetzung von stillgelegten Betrieben für je eine Million Mark Aufträge eine halbe Million zusätzliches Betriebskapital gebraucht wird, wofür schon jetzt entsprechende Beträge unter den flüssigen Mitteln zurückbehalten sind. — Es erklärt sich aber noch ein weiterer Umstand aus der nur bedingten Ungebundenheit des verflüssigten Produktionsvermögens und das ist das seltsame Verhalten einer Reihe von Firmen [14]) in der letzten Krise, die trotz hoher Bankguthaben keine Anstalten zur Rückzahlung ihrer Verbindlichkeiten machten.

Die Ueberliquidität bei Unterbeschäftigung zeigt sich — wenn man die freigesetzten Mittel als zur Finanzierung der vollen Betriebskapazität gehörig erkennt — in einem ganz neuen Licht. Sie stellt streng genommen keine echte, weil nicht dauernde Ueberliquidität dar, da die Zugänge an flüssigen Mitteln aus vorübergehend liquidierten eisernen Beständen stammen, deren Gegenwerte die Unternehmung nicht verlassen dürfen, soll nicht ihre Produktionskraft auf die Dauer geschwächt werden.[15]) Eine echte Ueberliquidität kann — abgesehen von langfristigem Neukapital und einbehaltenen Gewinnen — nur bei einem dauernden Abbau von Beständen entstehen, denn erst bei endgültigem Abbau ist

[14]) zum Beispiel: Grube Leopold, Lederfabrik Hirschberg, AG. für Glasind.

[15]) Es ist freilich zu berücksichtigen, daß die Unternehmung bei einer späteren Belebung des Geschäftes in der Lage ist, auf dem Kreditwege die fehlenden Mittel zu beschaffen. Aber davon erst später.

das überschüssige Vermögen auch wirklich absolut frei. — So wie die Zugänge bei den flüssigen Mitteln im Falle der Unterbeschäftigung zu beurteilen sind, sind auch ihre Abgänge bei zunehmender Geschäftstätigkeit anzusehen, nämlich solange nicht als echte Liquiditätsverschlechterung, als sie nicht den eisernen Bestand an flüssigen Mitteln angreifen, wie er zur Finanzierung der Umsätze bei Vollbeschäftigung notwendig ist. — Wenn trotz gleichbleibender Umsatzleistung gebundenes Vermögen liquidiert wird, so kann der Grund dafür nur eine ausgesprochene Fehldisposition sein; denn durch die Liquidationen wird die Produktion eingeschränkt, obgleich der Markt weiterhin aufnahmefähig bleibt. An dieser Fehldisposition ist entweder die falsche Rechnung (Vermögensausschüttung durch Scheingewinn) oder eine schlechte Liquiditätspolitik schuld.

b) Bestandsänderungen bei veränderter Kapazität.

Einen gleichbleibenden Stand der Technik vorausgesetzt, dürfen Aenderungen der Vermögenssubstanz nur bei dauernden Marktverlagerungen unternommen werden.

(1) Zum Abbau wird Veranlassung bei einer strukturellen Veränderung des Marktes zu Ungunsten der Unternehmung gegeben sein. Das Produktionsvermögen, das durch dauernde Betriebsverkleinerung freigesetzt wird, ist — wie bereits angedeutet wurde — absolut frei, d. h. es kann jeder beliebigen Verwendung zugeführt werden, ohne daß dadurch der Produktionsablauf behindert würde. Es werden dann Betriebswerte, die in Sachgütern investiert waren, in die Geldform überführt. Diese Beträge können zur Rückzahlung von Fremd- oder Eigenkapital bzw. zur Erhöhung der flüssigen Bestände verwendet werden. Sie stellen eine echte Liquiditätsbesserung dar.

Es wurde in dem vorhergehenden Abschnitt darauf hingewiesen, daß die meisten Unternehmungen bei Unterbeschäftigung trotz Aussicht auf spätere volle Ausnutzung der Kapazität einen Abbau der Substanz betreiben müssen, weil sie gezwungen werden, bedingt freies Produktionsvermögen zur Schuldenrückzahlung zu verwenden. Diesen Zusammenhang gilt es näher zu untersuchen, weil er für das Liquiditätsproblem von besonderer Bedeutung ist. Zu diesem Zweck muß an dieser Stelle ein flüchtiger Exkurs in die Lehre von der Substanzerhaltung eingelegt werden. Denn zweifellos stellt sich hier die Frage nach der Erhaltbarkeit der Vermögenssubstanz. — Unter Substanz ist die jeweilige, in einem gegebenen Augenblick vorhandene Vermögensmasse einer Unternehmung zu verstehen, ohne Rücksicht auf den Ausnutzungsgrad oder den Stand der Konjunktur. Es zeigt sich nun, daß diese Vermögensmasse eine verschiedene Widerstandskraft besitzt gegen die substanzzehrenden Tendenzen in der Wirtschaft. Es gibt Unternehmen, die selbst bei scharfen Konjunkturumschlägen ihren ge-

samten Vermögensstand bewahren können, während andere nur in der Lage sind, einen Teil ihres gebundenen Vermögens zu schützen, das übrige müssen sie preisgeben. Man kann hieraus den Schluß ziehen, daß unter gewissen günstigen Umständen die Substanz in voller Höhe erhaltbar ist, während sie in anderen Fällen in einen erhaltbaren und in einen nicht erhaltbaren Teil zerfällt. Die Hintergründe dieses Sachverhaltes klären sich auf, bei gleichzeitiger Einbeziehung der Passivseite in den Kreis der Ueberlegungen. Zu diesem Zweck ist auch für die Kapitalseite der Begriff des eisernen Bestandes einzuführen, und zwar ist unter einem eisernen Kapitalbestand ein Fonds zu verstehen, der der Unternehmung dauernd zur Verfügung steht. Diese Eigenschaft besitzen offensichtlich die langfristigen Kapitalien, aber sie kann auch für die kurzfristigen zutreffen, insoweit, als diese immer wieder erneuert werden können. Wenn nun die Vermögensbestände bei Vollbeschäftigung durch entsprechende eiserne Kapitalbestände finanziert werden, die auch bei Unterbeschäftigung unverändert bleiben, so deckt sich in diesem Falle der Begriff der erhaltbaren Substanz mit dem des Produktionsvermögens bei Vollbeschäftigung. Bei diesem Sachverhalt brauchen Rückzahlungen mit bedingt freiem Produktionsvermögen auch bei Unterbeschäftigung nicht vorgenommen zu werden — es sei denn bei mangelhafter Liquiditätsdisposition — da Kreditrückziehungen nicht zu gewärtigen sind.[16]) Anders liegen die Verhältnisse in dem Fall, wenn dem Produktionsvermögen bei Vollbeschäftigung keine entsprechenden eisernen Bestände auf der Kapitalseite gegenüberstehen, sondern ein Teil der Verbindlichkeiten abgezogen werden kann, ohne daß es eine Möglichkeit ihrer Erneuerung gibt. (Insbesondere der Fall bei Bankkrediten, die in der Hochspannung aufgenommen wurden.) Die Unternehmung ist dann bei eintretender Unterbeschäftigung gezwungen, freigesetztes Vermögen zur Abdeckung jenes veränderlichen Teils der Kapitalbestände zu verwenden. Aber in diesem Falle ist, streng genommen, kein Abbau erhaltbarer Substanz erfolgt, die in dieser Höhe garnicht besteht, weil sie auf einen geringeren Grad der Beschäftigung abgestellt ist, als auf den der vollen Ausnutzung des Betriebes. — In der Praxis ist der letztere Fall der häufigere. Denn die Unternehmungen sind nur selten in der Weise finanziert, daß der Spitzenbedarf an Betriebsmitteln bei Vollbeschäftigung aus eisernen Kapitalbeständen gedeckt wird.

(2) Erweiterungen sind nur gerechtfertigt bei Aussicht auf dauernde Beschäftigung der Neuanlagen. Sie können entweder aus Gewinnen oder aus neu aufgenommenen Mitteln finanziert werden. Bei der Selbstfinanzierung ist zu berücksichtigen, daß nur diejenigen Gewinnbeträge in gebundenes Vermögen überführt werden dürfen, auf deren Ausschüttung verzichtet wird (d. h. die in

[16]) Der Rückgang der Kreditoren im Niedergang stellt keine Kreditrückziehung dar, sondern die Anpassung an das niedrigere Wertniveau und an den verminderten Umsatz.

Reserve gestellt werden), da eine nur vorübergehende Anlage — etwa für die Zeit zwischen Gewinnentstehung und -ausschüttung — in eisernen Beständen, zu einer Störung des Betriebsablaufs bei Freimachung der Beträge führen muß. Bei der Investierung werden freie Mittel in gebundenes Vermögen verwandelt. Sehr oft ist diese Gebundenheit von kurzer Dauer oder wird überhaupt nicht erreicht, wenn sich herausstellt, daß die erweiterten Anlagen nicht beschäftigt werden können. — Die Vorbereitung der Erweiterung (Emissionen, Ansammlung von Gewinnbeträgen) führt zu einer Erhöhung der Liquidität, ihre Durchführung zu einer Abnahme der flüssigen Mittel, die zu einer echten Unterliquidität werden kann, wenn der eiserne Geldbestand angegriffen wird. —

Es bleibt noch etwas über das Spekulationskapital zu sagen, von dem festgestellt wurde, daß es freies Vermögen darstellt. Hier ist der Zusammenhang zur Liquidität evident. Die Anlage von Spekulationsvermögen in Realwerten führt zu Abgängen an flüssigen Mitteln, die Abwicklung des Geschäftes zu einem Zugang dorthin. Es handelt sich bei diesen Verschiebungen nicht um Abbau oder Erweiterung im Sinne von Kapazitätsveränderungen; doch in der Bilanz erscheinen sie als solche und auch das Resultat auf die Liquidität ist dasselbe wie bei diesen. Der Unterschied zum Produktionsvermögen besteht jedoch darin, daß Spekulationsvermögen im Falle von Liquiditätsstörungen an die gefährdeten Stellen im Betriebe geworfen werden kann, ohne daß die Produktion dadurch behindert wird.

---

3. Finanzierung.

Die finanziellen Transaktionen, insbesondere die Maßnahmen der langfristigen Finanzierung, sind an verschiedenen Stellen dieser Arbeit als Beeinflussungsfaktor ersten Ranges gekennzeichnet worden. In der Tat führt jede größere Finanzierungsmaßnahme zu strukturellen Aenderungen im Kapitalaufbau der Unternehmung und folglich auch zu einer grundsätzlichen Wandlung ihrer Liquiditätsverhältnisse. Beim Periodenvergleich nahm diese Beeinflussung infolge ihrer Sprunghaftigkeit sogar den Charakter der Störung an. — Die mit der Finanzierung so eng verbundene Zinsfrage soll in diesem Kapitel zunächst noch unerörtert bleiben, sie findet eine eingehende Würdigung an anderer Stelle. —

a) Der Einfluß der Finanzstruktur auf die Liquidität.

Die konstitutive Liquidität wird maßgeblich durch den Kapitalaufbau der Unternehmung bestimmt, der die passivische, die Schuldenseite, des finanziellen Gleichgewichts festlegt. Hier ist es insbesondere das Verhältnis von lang- zu kurzfristigem Kapital, das über das Schicksal der Liquidität entscheidet. Allerdings sei gleich

bemerkt, daß die rein passivische Betrachtung der Liquidität einseitig ist und der Ergänzung von der Vermögensseite her bedarf. Es soll deshalb im folgenden davon ausgegangen werden, daß die Aktiva die gewöhnliche Vermögensgliederung der industriellen Unternehmung aufweisen (vgl. Generalbilanz). — Die Finanzstruktur einer Unternehmung könnte nun derart beschaffen sein, daß ihr gesamtes Kapital langfristig aufgebracht wird. In diesem Fall kann von einer relativen Liquidität nicht gesprochen werden, sondern nur von der Flüssigkeit des Vermögens. Kurzfristige Verbindlichkeiten aus Kostenzahlungen sind auch hier zu erfüllen, nur treten sie bilanzmäßig nicht in Erscheinung, da Kreditorenziel nicht beansprucht wird.[19]) Die finanzielle Lage einer solchen Unternehmung wäre als außerordentlich günstig zu bezeichnen, da ihre Deckungsmittel von Bilanzverpflichtungen nicht in Anspruch genommen werden.

Der entgegengesetzte Fall würde vorliegen, wenn die Kapitalseite der Unternehmung ausschließlich aus kurzfristigen Verbindlichkeiten bestünde. Bei dieser Situation wäre der Betriebsprozeß nicht aufrecht zu erhalten, die Firma müßte in Liquidation gehen. Es zeigt sich an diesem Beispiel, daß bei hoher kurzfristiger Verschuldung die Unternehmung vollkommen von der Passivseite abhängig ist, während im entgegengesetzten Falle die finanzielle Lage vornehmlich von der Disposition über die Vermögensseite bestimmt wird.

Die Finanzierungsform der industriellen Praxis liegt nun weder bei dem einen noch bei dem anderen Extrem, sondern trachtet vielmehr danach, das Verhältnis von lang- zu kurzfristigem Kapital dem Charakter des Vermögens anzupassen. Man hat bisher in dieser Abstimmung der Kapitalfristen auf die Anlagefristen des Vermögens die eigentliche Aufgabe der Finanzierung gesehen. Nach dieser Meinung würde es z. B. als durchaus gerechtfertigt erscheinen, wenn eine Firma zur Finanzierung ihrer Debitoren einen kurzfristigen Kredit aufnimmt, denn es würden ja kurzfristig hereingenommene Beträge einer kurzfristigen Bestimmung zugeführt. Allein, hier gibt es zu bedenken, daß auch kurzfristige Debitoren gebundenes Vermögen darstellen, das für den Betrieb zur Erzielung einer bestimmten Umsatzleistung unentbehrlich ist. Nach dem ganzen Charakter des gebundenen Vermögens aber ist zu schließen, daß jegliche Kapitalanlage, die seiner Erweiterung dienen soll, von vornherein einem langfristigen Zweck zugeführt wird, da den betriebszugehörigen Beständen die Tendenz nach dauernder Erneuerung eigentümlich ist. Hier sei an die zahlreichen Beispiele Schmalenbachs über die langfristige Natur der sogenannten „kurzfristigen" Industriekredite verwiesen, die ihn zu der Einsicht führen, daß alles in allem die von der Wirtschaft beanspruchten Kredite in ihrer großen Masse langfristig sind.[20]) Auf unsere Untersuchung be-

[19]) Vgl. Vorkriegsbilanzen der Eduard Lingel Schuhfabrik AG., Erfurt.
[20]) E. Schmalenbach, a. a. O., S. 117 ff.

zogen, bedeutet das: mit der Abstimmung der Fristen allein ist die Aufgabe der Finanzierung noch nicht erfüllt, sie hat vielmehr darüber hinaus dafür zu sorgen, daß die dauernde Erneuerung der kurzfristigen Kredite gesichert ist. Oder mit anderen Worten: nur dort liegt eine gesunde finanzielle Konstitution vor, wo die eisernen Bestände des Vermögens aus eisernen Beständen des Kapitals finanziert werden. — Ein weiteres Problem der Finanzierung, das auch für die Liquidität Bedeutung hat, ist die Frage, auf welchen Beschäftigungsgrad die Kapitalausstattung abzustellen ist, eine Frage, die sich in ähnlicher Form auch bei Saisonbetrieben stellt. Bei letzteren handelt es sich darum, ob das Betriebskapital von vornherein für den Höchstbedarf der Saison aufzubringen ist, oder ob es sich auf die Bedürfnisse der saisonlosen Umsatztätigkeit beschränkt und der Spitzenbedarf mit Fremdkapital gedeckt wird. Die Entscheidung für die eine oder andere Art der Finanzierung wird abhängen einmal von dem Abstand des Saisonspitzenbedarfs zum sonstigen Bedarf und ferner von dem Grade der Sicherheit, mit der Fremdkapital billig für die Saison beschafft werden kann. Was die Frage des Beschäftigungsgrades anbetrifft, so kann die Kapitalausstattung entweder auf die Vollbeschäftigung abgestellt werden, darunter oder darüber liegen. Im ersten Falle wäre die Liquidität bei Vollbetrieb gerade normal, im zweiten muß sie sich bei Vollbeschäftigung verschlechtern infolge der zunehmenden kurzfristigen Verschuldung, und im letzten Fall würde selbst in der Vollbeschäftigcng noch eine konstitutive Ueberliquidität herrschen. Der finanzielle Rahmen darf also weder zu eng bemessen werden, sonst läuft die Unternehmung Gefahr, daß die Unterliquidität bei Vollbeschäftigung nach der ersten Umsatzstockung in Zahlungsunfähigkeit umschlägt, noch darf er zu weit gespannt sein, da es sonst schwer fallen dürfte, eine hinreichende Rente zu erwirtschaften.

b) Die Veränderung der Kapitalbasis.

Das sicherste Orientierungsmittel bei Entscheidung der Frage, ob neues Kapital einer Unternehmung zugeführt werden soll oder nicht, ist vom Standpunkt des Einzelbetriebes der Vergleich von Reproduktions- und Ertragswert der Unternehmung.[21]) Liegt der Ertragswert über dem auf Tageswertgrundlage errechneten Reproduktionswert, so ist Neukapital aufzunehmen, liegt er darunter, so ist Abbau zu betreiben.

1. Die Kapitalaufnahme.

Es ist zu unterscheiden die Aufnahme von Eigen- von der Aufnahme von Fremdkapital. Das Eigenkapital wird in der Regel in der Absicht aufgenommen, um es für die ganze Lebensdauer in der Unternehmung arbeiten zu lassen; es führt also zu einer dauernden Erhöhung der Mittel, während beim Fremdkapital, ins-

[21]) F. Schmidt, a. a. O., S. 327.

besondere aber dem kurzfristigen, die Möglichkeit der Rückzahlung besteht.

Die Finanzierung mit Eigenkapital geschieht entweder auf dem Wege der Emission oder durch Selbstfinanzierung. Nach dem Kriege hat die Selbstfinanzierung, also die Kapitalbildung im Betriebe selbst, einen besonders großen Umfang angenommen. Dies hat die verschiedensten Ursachen, von denen hier nur der hohe Zinsstand am Kapitalmarkt anzuführen ist. Die Kapitalbeschaffung aus Gewinnen stellt nämlich nach Ansicht der Praxis die billigste Art der Finanzierung dar. In Wirklichkeit ist aber der Glaube an die Billigkeit der Selbstfinanzierung ein Trugschluß, denn auch sie kostet den Tageszins. Der einzige Unterschied zur Fremdfinanzierung besteht darin, daß kein Substanzverlust entsteht, wenn der Zins auf das Eigenkapital nicht erwirtschaftet wird, während im gleichen Falle bei der Fremdkapitalfinanzierung ein effektiver Abgang an Substanz durch die Zinszahlungen erfolgen würde. Wenn die Unternehmer es nun unterlassen, den Tageszins auf das Eigenkapital zu berechnen, so werden durch das Fehlen der bremsenden Wirkung eines hohen Zinsfußes viel leichter Fehlinvestierungen entstehen, die wiederum zu einer weiteren Verschärfung der Konjunkturausschläge führen. — Die Selbstfinanzierung besitzt vom Standpunkt der Liquidität den Vorzug des Eigenkapitals, dessen Investierungen keine Zahlungsverpflichtungen gegenüberstehen; durch mangelnden Ueberblick hingegen kann sich auch bei Selbstfinanzierung eine Liquiditätsverschlechterung ergeben. Die Unternehmer legen nämlich nicht genaue Rechnung über das Maß ihrer Selbstfinanzierung und wissen darum nicht, welchen Betrag sie hierfür bei der Gewinnausschüttung absetzen sollen.[22]) An sich müßte der Betrag der Selbstfinanzierung auf einem Sonderkonto gesammelt und in der Erfolgsrechnung als „Reservestellung" ausgewiesen werden und nicht — wie es bisher geschieht — durch Legung stiller Reserven, deren Höhe gefühlsmäßig bestimmt wird, verborgen bleiben.

Man kann immer wieder in Geschäftsberichten lesen, daß die Finanzierung irgend eines Vermögensteiles aus „laufenden Mitteln" vorgenommen wurde. Und eben so oft folgt dieser Bemerkung im Bericht des nächsten Jahres die Mitteilung, die eigenen Miftel würden zur Deckung des steigenden Finanzbedarfs nicht mehr ausreichen, und die Gesellschaft sehe sich gezwungen, an den Kapitalmarkt heranzugehen. Was stellen diese sog. „laufenden Mittel" nun eigentlich dar? Sie können entweder Gewinnbeträge sein, dann handelt es sich um Selbstfinanzierung, oder es sind Mittel, die infolge von Umsatzbeschleunigung freiwerden — auch dies ist eine besondere Form der Kapitalbildung im Betriebe —, und schließlich

[22]) Die Vernehmung von Sachverständigen vor dem Ausschuß zur Untersuchung der Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, ergab die völlige Unkenntnis der Unternehmer über den Umfang ihrer Selbstfinanzierung (Dernburg, Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Berlin 1931, S. 182).

können sie aus einer vorangegangenen Verflüssigung von freigesetztem Produktionsvermögen stammen. Nach diesen Feststellungen läßt sich die auftretende Geldknappheit nun ebenfalls erklären. Bei der Selbstfinanzierung ist dies bereits geschehen. Die Anlage von freigewordenen Mitteln aus Umsatzbeschleunigung muß zu einer Illiquidisierung in dem Augenblick führen, da die Umschläge sich verlangsamen. Und wenn freigesetztes Produktionsvermögen zur Finanzierung von Neuanlagen verwendet wird, so fehlen späterhin die Mittel zur Reproduktion der alten Kapazität.

Bei der Finanzierung mit Fremdkapital ist zu unterscheiden zwischen lang- und kurzfristigen Krediten. Die Aufnahme von langfristigen Krediten führt trotz ihres Schuldencharakters eine Liquiditätsbesserung herbei, während bei der kurzfristigen Verschuldung zu unterscheiden ist zwischen Waren- und Bankkrediten. Der Unterschied besteht nicht nur darin, daß beim Warenkredit keine Geldmittel eingehen, wie dies bei Bankkrediten der Fall ist, sondern daß die Warenkredite eher den Charakter des Revolvierens besitzen, als Bankschulden. Die Warenkreditoren können nicht abgerufen werden wie etwa ein unbefristeter Bankkredit, es kann höchstens bei der nächsten Beschaffung die Stundung der Kaufsumme verweigert werden. Doch dieser Fall ist selten, denn gewöhnlich steht der Unternehmung das Kreditorenziel automatisch zur Verfügung. Die Bankkredite sind danach zu beurteilen, ob man mit ihrer Erneuerung rechnen darf oder nicht. Hierbei ist vor allem die Auffassung entscheidend, die die Bank selber von ihren Ausleihungen hat. Betrachtet sie ihre kurzfristigen Industriekredite als jederzeit realisierbar und handelt auch danach, d. h. besteht im Bedarfsfalle auf ihrer sofortigen Rückzahlung, so ist entweder der Unternehmung mit diesem Kredit überhaupt nicht gedient, oder die Bank befindet sich im Irrtum über die Kurzfristigkeit ihrer Ausleihung. Denn die Mittel aus einem jederzeit kündbaren Kredit dürften eigentlich die Kasse der Unternehmung gar nicht verlassen, wären also praktisch für Betriebszwecke nicht verwendbar, außer man würde sie mit derselben Fälligkeit weitergeben. Jede andere Verwendung — und sei es auch nur zur Finanzierung der Vorräte — führt unweigerlich zur Gefährdung der Liquidität und zu dem Resultat, daß der Kredit inzwischen mehr oder weniger langfristig geworden ist. Die Bank, die diese Sachlage verkennt und die Einziehung ihrer Ausleihungen vornimmt, begeht damit einen Schritt von weitreichenden wirtschaftlichen Folgen: sie erzwingt die Liquidation gebundenen Vermögens. Wenn nun, wie dies nach Ausbruch der Krise der Fall ist, alle Banken gleichzeitig ihre Kredite zurückziehen, so muß daraus eine Störung des gesamtwirtschaftlichen Ablaufs entstehen.[23])

[23]) Es wäre interessant, von diesem Gesichtspunkt aus einmal die aus Kreditschöpfung der Banken entstandenen Kredite zu untersuchen. Denn gerade von ihnen ist anzunehmen, daß sie nicht wieder erneuert, sondern in der Krise nach Möglichkeit auf den Nullpunkt reduziert werden.

Neben der Verfügbarkeitsdauer der Kredite ist ihre Verzinslichkeit zu berücksichtigen und die Gefahr, die für die Liquidität daraus erwächst, daß die Zinsen die Gewinne verschlingen. Doch ist im einzelnen darüber später zu sprechen.

Bisher wurde vom Verwendungszweck des Neukapitals abgesehen. In Wirklichkeit jedoch entscheidet er über das eigentliche Schicksal der Liquidität. — Der Vorgang der Kapitalaufnahme bedeutet für die Geldbestände zwar zunächst einen Zugang, aber nur einen interimistischen, da ja die neuen Mittel für eine ganz bestimmte Anlage vorgesehen sind. Dauernd ist dieser Zugang nur, wenn ein Teil der Mittel zur tatsächlichen Verstärkung der Kassenhaltung herangezogen wird. Eine Liquiditätsbesserung ergibt sich hieraus jedoch erst, wenn der Geldzugang höher ist als die Bestandserhöhung, die durch die Betriebserweiterung notwendig wird, denn bevor nicht der eiserne Kassenbestand für die erhöhte Kapazität angefüllt ist, kann eine Liquiditätsbesserung nicht entstehen. Eine solche kann sich ferner dadurch ergeben, daß die Unternehmung daran gehindert wird, das Neukapital seiner eigentlichen Bestimmung zuzuführen und gezwungen ist, den Emissionserlös in der Kasse zu belassen. Dies ist z. B. der Fall, wenn der Betrieb noch vor Inangriffnahme der Neubauten von der Krie überrascht wird und sich gezwungen sieht, die Investierungen auf einen günstigeren Zeitpunkt zu verschieben.[24]) — Der übliche Grund zur Kapitalaufnahme ist neben der Verbesserung der Kassenhaltung, die Durchführung von Erweiterungsplänen. Bei richtiger Finanzierung, d. h. bei ausreichender Beschaffung der Kapitalmengen und -fristen, braucht durch die Erweiterung eine Beeinträchtigung der Liquidität nicht zu entstehen. Wenn sie dennoch gewöhnlich im Zusammenhang mit Erweiterungen auftritt, so hat das seine Ursache in einem Verstoß gegen eben diese Regeln der Finanzierung. Eine Verschlechterung der Liquidität muß z. B. auch dann entstehen, wenn der Emissionserlös nur gerade die Baukosten deckt, weil dann bei Aufnahme der erweiterten Produktion die Mittel zur Finanzierung des Umsatzes fehlen; mit anderen Worten, bei Betriebsaufnahme mangelt es am erforderlichen Betriebskapital, das dann gewöhnlich zu ungünstigen Bedingungen kurzfristig beschafft werden muß. Sehr oft reichen aber die Mittel nicht einmal zur Erstellung der Neuanlagen selbst aus. Man hat in diesem Fall vernachlässigt, daß zwischen Emission und Ingangsetzung des Betriebes eine nicht unbeträchtliche Zeit verstreicht, für die bereits der Zinsendienst läuft; vor allem aber unterläßt man es, die Preiserhöhungen, — die doch in Zeiten reger Bautätigkeit regelmäßig auftreten — in die Voranschläge einzukalkulieren, weshalb sie gewöhnlich überschritten werden. Es gibt allerdings Fälle, in denen die Sicherstellung des Kapitalbetrages in voller Höhe der Erweiterung nicht notwendig ist. So weist Schmalenbach darauf hin,[25]) daß der moderne Anlagenbau nicht sofort in

[24]) so z. B. die Siemenswerke, die ihren Anleiheerlös vom Jahre 1930 zu Investierungen nicht benutzen konnten.

[25]) Schmalenbach, a. a. O., S. 83.

voller Ausdehnung vorgenommen wird, um auf diese Weise den Gesamtbau mit einem wesentlich verminderten Kapitalspitzenbedarf ausführen zu können. Und zwar werden die Abschreibungen auf die bereits fertiggestellten Teile zum Weiterbau der noch geplanten verwendet. Nach seiner Meinung haben die hohen Zinsen diese Tendenz begünstigt. Auf diese Weise entstehen die Bauten stückweise, wobei ihr Weiterbau z. T. mit Gewinnen, z. T. mit Abschreibungen finanziert wird. — Während man bei Bilanzstudien in den überwiegenden Fällen die Wahrnehmung macht, daß bei Erweiterungen erst langfristiges Kapital beschafft wird, zu dem nachträglich eine kurzfristige Verschuldung hinzukommt, kann man auch den umgekehrten Prozeß beobachten. Die Neubauten werden zunächst aus eigenen Mitteln finanziert (Zugänge höher als Abschreibungen), wenn diese erschöpft sind, wendet man sich an die Banken um kurzfristige Zwischenkredite, um erst jetzt, nachdem die finanzielle Lage unhaltbar geworden ist, an den Kapitalmarkt heranzutreten. Diese Finanzierungsmethode ist falsch. Grundsätzlich darf erst erweitert werden, nachdem die langfristigen Mittel beschafft worden sind.

2. Die Kapitalrückzahlung.

Die Beziehungen zwischen der Kapitalrückzahlung und der Liquidität sind verschieden, je nach der Quelle, aus der die Tilgung erfolgt. Die Tilgung kann grundsätzlich vorgenommen werden aus Gewinnen, durch Liquidation von Unternehmungsvermögen und durch Aufnahme neuer Mittel. Bei der Rückzahlung mit Gewinnbeträgen wird die Liquidität dauernd erhöht (s. S. 7). Das setzt allerdings voraus, daß die Gewinnausschüttung um die Tilgungsbeträge gekürzt wird. — Für die Beurteilung der Lage bei Tilgung aus dem Unternehmungsvermögen ist auszugehen von dem Grundsatz der Erhaltung des Geldbestandes, der zur Durchführung einer bestimmten Produktionsleistung erforderlich ist. Befindet sich absolut freies Vermögen in der Unternehmung, so ist eine Verwendung zur Kapitalrückzahlung ohne Schaden für das finanzielle Gleichgewicht oder die Betriebsleistung möglich. Bei der Liquidation von bedingt freiem Vermögen für Tilgungszwecke, wird auf längere Sicht — nämlich im Hinblick auf die zu erwartende Vollbeschäftigung — die Liquidität gefährdet, weil dann zur Finanzierung der zunehmenden Beschäftigung die Mittel fehlen werden. Und die Rückzahlung aus gebundenem Vermögen führt zunächst zu einer unmittelbaren Liquiditätsverschlechterung — durch den Rückgriff auf den eisernen Kassebestand nämlich — und sodann zu einem Abbau des Betriebes, weil nun der Umsatz an die verminderten Geldbestände angeglichen werden muß. — Durch die Aufnahme neuer Mittel zu Tilgungszwecken wird die Liquidität immer dann gebessert, wenn die Umschuldung die Umwandlung der kurzfristigen Verbindlichkeiten in langfristige erreicht.

c) Die Sanierung.

Eine Unternehmung mit gesunder wirtschaftlicher Konstitution erfreut sich auch einer gesunden Liquidität. Bei kranken Gesellschaften dagegen ist dieselbe gestört. Sie leiden entweder an einer dauernden Unterliquidität oder werden ihre überschüssigen Mittel nicht unterzubringen wissen. Eine chronische Gleichgewichtsstörung ist demnach ein Symptom der Sanierungsreife, während andererseits die wiederhergestellte Zahlungsfähigkeit ein Zeichen der erfolgreichen Umstellung ist. — Die Sanierungsbedürftigkeit ist entweder:

finanzieller Art, d. h. die Kapitalstruktur der Unternehmung ist fehlerhaft, weil die Finanzierung bei Gründung bzw. Erweiterung der Gesellschaft mißglückte (Anlagenfinanzierung mit kurzfristigen Schulden, unproportionierter Kapitalrahmen, zuviel oder zu wenig Eigenkapital etc.);

oder sie entsteht infolge struktureller Unterrentabilität;

oder sie ergibt sich aus Gründen der Wertanpassung.

Bei der finanziellen Sanierung wird durch Reorganisation des Kapitalaufbaus die Liquidität der Unternehmung wiederhergestellt. Als Sanierungsmaßnahmen kommen hier in Betracht: Moratorium, Schuldennachlaß, Umwandlung von kurz- in langfristige Verbindlichkeiten oder in Eigenkapital, Kapitalerhöhung, Zuzahlung, Subvention und Versilberung von Vermögensteilen.

Die Rentabilitätssanierung kann zunächst mit Hilfe gewisser finanzieller Methoden angestrebt werden, wie Kapitalerhöhung, Zuzahlung und Verwendung von Buchgewinnen zu Sonderabschreibungen auf Anlagen. Durch diese Maßnahmen können jedoch auf die Dauer die Liquiditätsschwierigkeiten nicht behoben werden. Denn das Neukapital wird durch die noch keineswegs beseitigten Verluste verzehrt und auch die Sonderabschreibungen können keine Erleichterung schaffen. Sie haben zwar zunächst die Wirkung, daß vorübergehend eine Scheinrentabilität vorgetäuscht wird, weil die künstlich unter ihren Tageswert erniedrigten Abschreibungen u. U. den Ausweis von Gewinnen ermöglichen, aber im Augenblick der Wiederbeschaffung von Anlagen stellt sich der Mangel an erforderlichen Mitteln schließlich heraus. Die Sanierungsabschreibung, die den Buchwert der Anlagen unter Tageswertniveau senkt, führt also dazu, daß die Unternehmer Vermögensteile als Gewinn ausschütten. — Gegen Illiquidität aus Unrentabilität helfen demnach finanzielle Maßnahmen nicht. Als wirkungsvolles Mittel bleibt hier nur Kostensenkung oder Abbau der unrentablen Vermögensteile.

Die Sanierung, die aus Gründen der Wertanpassung vorgenommen wird, ist neueren Datums. Sie ist aufgekommen in der Zeit der scharfen Wertsenkungen der letzten Depression. Unter unserem Bilanzmaterial finden sich zwei lehrreiche Beispiele für

diese Form der Umstellung. Das ist die Sanierung der Berliner Maschinenbau AG. vorm. L. Schwartzkopff, im Geschäftsjahr 1931/32 und der Portland-Cement-Fabrik Karlstadt a. M. im Jahre 1931. In beiden Fällen heben die Geschäftsberichte die hohe Flüssigkeit des Vermögens hervor, die bei Karlstadt sogar zu einer solchen Stauung überschüssiger Beträge führt, daß sie sich veranlaßt sieht, 10% des Stammkapitals an die Aktionäre zurückzuzahlen. — Die Notwendigkeit der Sanierung bei scharfen Wertsenkungen ist eine Folge der Starrheit des Aktienkapitals, die eine angemessene Wertanpassung in der Weise, daß die Wertsenkungen direkt gegen Kapitalkonto verrechnet werden können, verhindert. Die Unternehmungen sind vielmehr gezwungen, die Wertsenkungen über die Erfolgsrechnung zu verbuchen, wodurch hohe Verluste ausgewiesen werden, die evtl. entstandene Gewinne überdecken und in der Unternehmung zurückbehalten. Somit entsteht allmählich eine Ueberliquidität des Vermögens. Durch die Kapitalherabsetzung nun werden die Verluste zum Verschwinden gebracht und die Voraussetzung für die Ausschüttung von Gewinnen geschaffen. Vermittels dieser Maßnahme wird eine normale Liquidität wiederhergestellt.

II. Die gesamtwirtschaftliche Dynamik.

Die Jahre der Nachkriegszeit haben zwei ökonomische Phänomene immer mehr als zentrale Bewegungsursachen der wirtschaftlichen Dynamik in den Vordergrund treten lassen: die Wertänderungen und die Zinsgestaltung. — Ihre Bedeutung wurde von der Wissenschaft bald erkannt. So lenkten die Wertschwankungen der Inflation insbesondere die betriebswirtschaftliche Forschung auf das Studium der Wertänderungen und ihrer Einwirkung auf das Betriebsleben, während die Volkswirtschaftslehre — durch die eigenartige Entwicklung der Kapitalmärkte aufmerksam gemacht — den Zins immer mehr in den Mittelpunkt ihrer Konjunkturlehre rückte.

1. Die Wertänderungen.

Die Wertschwankungen wirken auf die Unternehmung ein über die Märkte, zwischen denen sie gelagert ist. — Vom Standpunkt des Betriebes und seiner Liquidität ist streng danach zu unterscheiden, ob diese Wertänderungen einseitig sind, d. h. entweder nur auf dem Beschaffungs- oder dem Absatzmarkt bzw. auf beiden, aber in verschiedener Richtung und Stärke auftreten, damit die Marktspanne verändernd, oder ob sie auf beiden Seiten parallel verlaufen, also gleichzeitig eintreten und die Spanne zwischen den Märkten relativ unverändert lassen. Durch die unproportionalen Wertbewegungen entstehen bekanntlich Erfolgsänderungen und damit Liquiditätsschwankungen, wogegen die beiderseitigen Wertbewegungen bei richtiger Rechnung weder zu Veränderungen der Rente noch der Liquidität führen. In diesem Falle sorgen die Erlöse von selber dafür, daß die flüssigen Mittel dem neuen Wert-

niveau des Beschaffungsmarktes angepaßt werden. (Diejenigen Marktschwankungen, die zu einer Veränderung der Umsatzgewinne führen, müssen hier außer Betracht bleiben; sie wurden ausführlich an anderer Stelle besprochen.) — Wenn festgestellt wurde, daß Wertänderungen dem Umsatzerfolg gegenüber indifferent sein können, so sind sie es dem Spekulationserfolg gegenüber niemals. Jede Wertbewegung verändert die Ertragschancen des Spekulationsvermögens, und zwar führen Wertsteigerungen zu einer Bewegung des Spekulationskapitals in die Realwerte, Wertsenkungen zu seinem Abströmen in die Geldwerte. Den Wertschwankungen folgen demnach Kapitalbewegungen im Betriebe, die bei Wertsteigerungen zu einer Verschlechterung der Liquidität, bei Wertsenkungen zu ihrer Erhöhung führen. Neben den Bewegungen des Spekulations k a p i t a l s selbst, sind auch die Spekulations e r f o l g e als Ursache von Liquiditätsschwankungen zu berücksichtigen. — Spekulationserfolge können sich aber auch beim Produktionsvermögen einstellen und zwar immer dann, wenn die Wertgleichheit in der Bilanz nicht gewahrt ist, also z. B. wenn Realwerte des Produktionsvermögens zum Teil mit Fremdkapital finanziert werden. In diesem Falle würden Wertsenkungen der Realwerte bei Rückzahlungen des Fremdkapitals zu einer Einbuße an Liquidität, Wertsteigerungen zu ihrer Erhöhung führen.

Eine Unternehmung, die sich von den Einflüssen der Wertänderungen auf ihre Liquidität ganz freihalten will, muß neben der Tageswertrechnung das Prinzip der Wertgleichheit in der Bilanz befolgen.[26])

Die Wertänderungen, von denen hier die Rede ist, sind mehr oder weniger identisch mit den Schwankungen des a l l g e m e i n e n Geldwertes, da s p e z i e l l e Wertänderungen, die gleichmäßig im Markte der Kosten und Erlöse auftreten, selten sind. Als eine der wichtigsten Ursachen für die Schwankungen des allgemeinen Geldwertes kommt nun bekanntlich die Veränderung der umlaufenden Geldmenge in Betracht. Es ist deshalb berechtigt, einmal die Frage zu stellen, inwieweit m o n e t ä r e Faktoren auf die Liquidität der industriellen Unternehmungen einwirken. — Rein gefühlsmäßig würde man zunächst vermuten, daß eine Erhöhung der Umlaufsmittel zu einer Verbesserung der Liquidität führen müsse und umgekehrt; etwa nach der Formel: je mehr Zahlungsmittel in der Wirtschaft, umso höher ihre Liquidität. Doch bei näherem Hinsehen ergibt sich ein anderer Sachverhalt. Es sei angenommen, daß eine Erhöhung der Geldmenge zu einer entsprechenden Steigerung des allgemeinen Preisniveaus,[27]) und zwar sowohl auf der Seite der Kosten wie auf der der Erlöse führt. Die zusätzlichen Umlaufsmittel können nun entweder über den Umsatz oder auf dem Kredit-

---

[26]) s. S. 13 ff.

[27]) Das ist an sich keine Selbstverständlichkeit, da durch gleichzeitige Verlangsamung des Geldumlaufs die preissteigernde Wirkung der zusätzlichen Geldmenge aufgehoben werden könnte

wege in die Unternehmung kommen. Wenn sie über die Erlöse in die Unternehmung gelangen, so entsteht dadurch ein Zuwachs bei den flüssigen Mitteln, der aber in dem Augenblick wieder verschwindet, da die Unternehmung die Reproduktion auf dem nunmehr erhöhten Kostenniveau vornehmen muß. Die Geldbestände erfahren somit keine Veränderung. — Im anderen Fall, bei dem die zusätzlichen Mittel auf dem Kreditwege eingehen, liegen — unter Voraussetzung der Wertgleichheit — die Dinge ganz ähnlich. Hier kann zwar ein dauernder Zugang bei den flüssigen Mitteln erfolgen, doch tritt eine Besserung der Liquidität nicht ein, da den Zugängen entsprechende Verpflichtungen gegenüberstehen. — Somit dürfte nach rein theoretischen Ueberlegungen und unter Voraussetzung von Tageswertrechnung und Wertgleichheit eine quantitative Veränderung der Umlaufsmittel das finanzielle Gleichgewicht der Unternehmungen nicht stören, es sei denn, daß man gewisse Nebenwirkungen berücksichtigt, die bei Schwankungen der Geldmenge im Bereich der Zinsfüße auftreten, wodurch u. U. Liquiditätsänderungen eintreten können. — Diese Feststellung läuft den Tatsachen der Wirklichkeit vollkommen zuwider. Denn in der Inflation z. B. konnte man die Wahrnehmung machen, daß mit dem Grade der Wertsteigerungen die Illiquidität zunahm und schließlich in einer ausgesprochenen Unterliquidität endete (vgl. Goldmarkeröffnungsbilanzen). Aber ehe wir diesen Widerspruch zu erklären suchen, wollen wir uns vorher noch einem speziellen Fall zuwenden, bei dem Wertänderungen zu einer schweren Gefährdung der Industrieliquidität führen können.

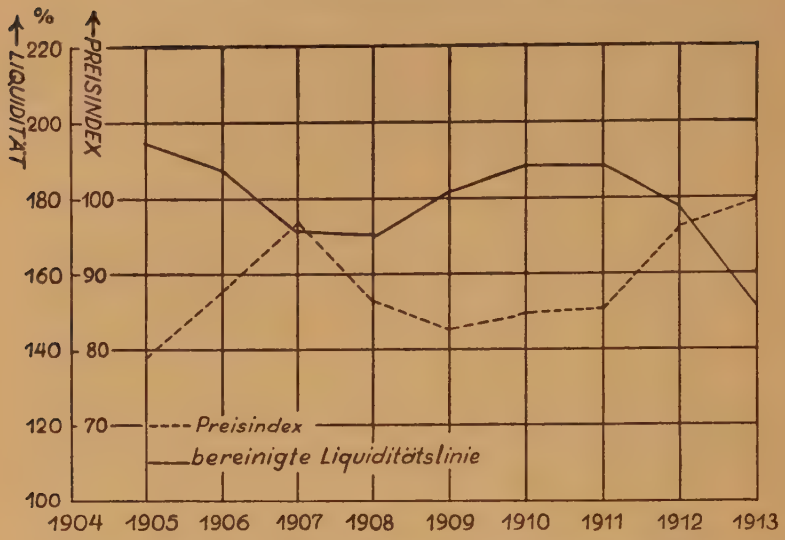
Diesmal handelt es sich nicht um Wertschwankungen, die in der industriellen Unternehmung oder ihren Märkten auftreten, sondern um Störungen im Spezialmarkt einer ganz bestimmten Warengattung, nämlich im Markte der Effekten. Infolge der Organisation unseres Banksystems wirken sich jedoch diese speziellen Wertschwankungen bis in die Sphäre der Industrieliquidität aus. Bekanntlich rechnen die Banken börsengängige Wertpapiere zu ihren Reserven.[28]) Erleiden sie nun auf diese Effekten schwere Kurseinbußen, so versuchen die Banken — deren Reserven durch die Werteinbrüche empfindlich zusammenschrumpfen —, ihre kurzfristig begebenen Kredite zu kündigen. Hierbei werden sie auch die Ausleihungen an die Industrie nicht verschonen. Auf diese Weise werden Mittel, die in der Industrie als Betriebskapital arbeiten, unter Gefährdung der Liquidität der gesamten Wirtschaft zu einer unproduktiven Verwendung bei den Banken gelenkt, wo sie nunmehr der Reservehaltung zu dienen haben. —

Wir wollen nun eine Analyse der Wertschwankungen vornehmen. Zu diesem Zweck soll in einem Diagramm die bereinigte Liquiditätskurve der aus den Indexziffern der Großhandelspreise für Industrierohstoffe (vgl. S. 38) gebildeten Kurve für die Jahre 1904—1913 gegenübergestellt werden.

---

[28]) Vgl. hierzu A. Lansburgh, in seinem Aufsatz: Die Bedeutung des Stillhaltens, in: „Die Bank", 24. Jg., Bd. 48, Heft 51/52, S. 716.

Abb. 10: **Preisschwankung und Liquidität.**



Die Kurven zeigen eine typische Gegenbewegung, was mit anderen Worten zu bedeuten hat, daß sich in Zeiten der Wertsteigerung eine abnehmende, bei Wertsenkungen eine zunehmende Flüssigkeit einstellt. — Bei Interpretation dieses Diagramms ist Vorsicht geboten, da die Preiskurve nicht nur allgemeine Geldwertschwankungen repräsentiert, sondern auch solche Verschiebungen enthält, die eine tatsächliche Veränderung der Spanne zwischen Absatz- und Beschaffungsmarkt bewirken. Es können daher den Dispositionen aus Geldwertschwankungen solche parallel laufen, die aus echter Rentabilitätsänderung herrühren. — Die Gründe für die Gegenbewegung der Kurven sind im folgenden zu suchen.

(1) Wertsteigerungen geben dem Spekulationskapital einen Anreiz zur Anlage in Realwerten, während bei Wertsenkungen ein Rückfluß in die Geldwerte erfolgt.

(2) Die Erweiterungstätigkeit der Unternehmung fällt gewöhnlich in die Zeit der Wertsteigerungen. Es wurde bereits bemerkt, daß die Voranschläge leicht überschritten werden können, wenn diesem Umstande keine Rechnung getragen wird. Die Gesellschaften werden dann gezwungen, die Vollendung der Bauten mit kurzfristigen Bankkrediten durchzuführen. Hierdurch verschlechtert sich ihre Liquidität.

(3) In Zeiten starker Geldwertänderungen veranlaßt der Wunsch auf Mitnahme von Entwertungsgewinnen die Unternehmungen zur Preisgabe der Wertgleichheit — die weiter oben in unserer theoretischen Ableitung vorausgesetzt wurde — und zu ausge-

sprochen einseitiger Disposition der Geldwerte. Der Zustrom von zusätzlichen Mitteln in die Unternehmung auf dem Kreditwege wird daher nicht ohne Folgen für die Liquidität bleiben. Im Gegenteil, bei stark sinkendem Geldwert ist eine geradezu schrankenlose Bereitschaft zur Kreditaufnahme vorhanden, die u. U. für die Liquidität verhängnisvolle Wirkungen haben kann.

(4) Bisher wurde die weitere Voraussetzung gemacht, daß die Unternehmer ihr Rechnungswesen auf dem Tageswertprinzip aufbauen. In Wirklichkeit ist dies nicht der Fall, die Wirtschaft rechnet mit dem Anschaffungswert. Schmidt hat nun die Fehlerhaftigkeit dieser Rechnung nachgewiesen und in dem Rechenfehler der Anschaffungswertrechnung einen Veränderungsfaktor der Liquidität erkannt. Dieser Rechenfehler und seine Auswirkung auf Betrieb und Wirtschaft besteht im folgenden: [29])

„In Zeiten steigender Werte verrechnen die Unternehmer die Wertsteigerung auf die Kostenteile zwischen Anschaffungs- und Umsatztag als Gewinn und damit als Einkommen, wandeln also Volksvermögen in Einkommen um und erhöhen damit die verfügbare Kaufkraft derart, daß aus ihr übermäßige Nachfrage nach Gütern herauswächst, die neue Wertsteigerung bedingt. In der Krise wird die infolge übermäßiger Ausdehnung der Betriebe und ihrer Produktion eintretende Preissenkung durch die Verrechnung von Scheinkosten als Scheinvermögensersatz vom Erlös gekürzt. Damit mindert man die Gewinne und das Einkommen so stark, daß die im Gütermarkt verfügbare geringere Kaufkraft eine übermäßige Preissenkung herbeiführt, die erst allmählich durch die zunehmende Geldflüssigkeit wieder behoben wird." — Die Ausschüttung der berechneten Scheingewinne führt nun zu einem dauernden Liquiditätsverlust, da der Unternehmung Mittel entzogen werden, die sie zu ihrem Weiterbetrieb unbedingt braucht. Um die Reproduktion durchführen zu können, wird sie an den Kapitalmarkt herangehen müssen und um Kredite nachsuchen. Im Falle der Wertsenkung wird der Betrieb um die zurückgehaltene Wertminderung liquider. Seine überschüssigen Mittel führt er den Banken zu oder tilgt damit dringende Schulden. — Durch die Fehlerhaftigkeit der Anschaffungswertrechnung wird der Einflußbereich der Wertänderungen über das Spekulationskapital und seine Erfolge hinaus auch auf die Umsatzgewinne ausgedehnt, wodurch die liquiditätsstörende Wirkung der Wertänderungen erheblich erweitert wird. — Ueber das Ausmaß dieser Störungen ist noch folgendes zu sagen: Liquiditätsmindernd wirken zunächst nur die ausgeschütteten Scheingewinne, die einbehaltenen dagegen nur insoweit, als der Unternehmer Selbstfinanzierung mit

[29]) Schmidt, Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, Berlin 1933, S. 106.

ihnen zu treiben glaubte,[30]) während Scheingewinne, die der Reservelegung dienen, liquiditätsunwirksam sind. Scheinverluste andererseits können nur dann liquiditätssteigernd sein, wenn die Unternehmung noch echte Gewinne erwirtschaftet; arbeitet sie aber auf der ganzen Front mit effektiven Verlusten, so kann sich keine Verflüssigung aus der Verrechnung von Scheinverlust ergeben. Demnach ist immer nur der Teil des Rechenfehlers liquiditätswirksam, der als Gewinn verteilt wird, bzw. der echte Gewinne verdeckt. —

Unter dem verarbeiteten Material finden sich gelegentlich deutliche Hinweise auf die Verrechnung von Scheingewinnen. So kann man in vielen Geschäftsberichten Bemerkungen etwa folgenden oder ähnlichen Inhalts lesen:

„Trotz steigender Kosten sind wir wiederum in der Lage, eine Dividende in Höhe des Vorjahres vorzuschlagen, da wir Vorräte zur Verarbeitung brachten, die noch aus Zeiten niedrigen Preisstandes stammen." — Die Versuchung, Scheingewinne auszuschütten, ist insbesondere groß nach kurz vorhergegangener Kapitalaufnahme, denn hier ist der Ausschüttung keine Grenze durch die Knappheit an Zahlungsmitteln gesetzt. — Auch für die Verrechnung von Scheinverlusten ließen sich zahlreiche Beispiele anführen. Die Unternehmungen sprechen dann gewöhnlich von „Konjunkturverlusten" oder vermerken in ihrem Bericht, daß der hohe Verlust vor allem auf die Verrechnung von Wertminderungen zurückzuführen ist. Im Verlauf der letzten Depression hat sich übrigens bei einzelnen Verwaltungen die Auffassung durchgesetzt, daß es sich bei den Wertsenkungen nicht immer um echte Verluste handeln kann. Aus diesem Gedanken heraus weigert sich z. B. die Gelsenkirchener Bergwerks AG., die Wertminderungen auf ihren Effektenbesitz abzuschreiben. Die Begründung allerdings, die sie hierfür abgibt, ist nicht überzeugend. Sie schreibt:[31]) „Wir halten den jetzigen Zustand der Wirtschaft nicht für geeignet, Vorschläge für eine Aenderung der bisher vorgenommenen Bewertung unseres Besitzes an Aktien der Vereinigten Stahlwerke und des Phönix, als einer ‚dauernden Beteiligung' unserer Gesellschaft, zu machen." Richtig an dieser Auffassung ist, daß die Wertminderung nicht über die Erfolgsrechnung verbucht wird, falsch dagegen, das Unterlassen

---

[30]) Ein Beispiel soll diesen paradoxen Fall der „Selbstfinanzierung mit Scheingewinnen" erläutern. Gesetzt, eine Unternehmung schließe ohne Gewinn und Verlust ab, errechne dagegen einen bestimmten Betrag als Scheingewinn. Dieser soll nun nicht ausgeschüttet, sondern nach Ansicht des Unternehmers zur Erweiterung benutzt werden. Die Unternehmung wendet nun in seiner Höhe Mittel für Expansionszwecke auf, um erst später gewahr zu werden, daß sie dieses Geld ihrem eisernen Kassebestand entnommen hat, da ja in Wirklichkeit gar keine neuen Mittel eingegangen sind.

[31]) Vgl. GB. der Gelsenkirchner Bergwerks AG. von 1931/32.

der Vermögenskorrektur gegen Kapitalkonto oder Reserven. Aber hieran trifft die Gesellschaft schließlich keine Schuld, da ja das geltende Recht noch keine Möglichkeit für derartige Verrechnungen bietet. Es kann zwar der Weg der Sanierung beschritten werden, aber er ist in der Praxis außerordentlich unbeliebt. — In den Geschäftsberichten der auslaufenden Depression findet sich verschiedentlich als Rechtfertigung einer Dividendenausschüttung die Berufung auf den flüssigen Geldstand.[32]) In Anbetracht einer hohen Liquidität wird eine Dividende in Vorschlag gebracht. Es ist nun — selbst im Einzelfalle — nicht ganz leicht zu beurteilen, ob die dergestalt ausgeschütteten Mittel freigesetztes, flüssiges Vermögen oder tatsächlich echte Gewinne darstellen, die durch die Berechnung von Scheinverlusten zurückgehalten wurden.

2. Die Zinsgestaltung.

Im Nachfolgenden handelt es sich um den Versuch innerhalb der Wirtschaft eine Größe festzustellen, aus deren Bewegungen die Schwankungen der Liquidität — soweit sie dynamischen Ursprungs sind —, erklärt werden können. Diese Größe ist der Zins.

Im I. Kapitel dieser Arbeit wurde das Zinsproblem bereits gestreift und in der Relation zwischen der Sachkapital- und der Geldkapitalrente der Bestimmungsgrund für die Dynamik der Kapitaldisposition und der Liquidität erkannt. Diese Erkenntnis soll vertieft und gesichert werden.

Zunächst gilt es, die Begriffe zu klären. — Der Zins auf das Sachkapital ist nicht völlig identisch mit dem Unternehmungsgewinn. Von diesem sind die Nutzungen auf das Geldkapital abzusetzen, also die Zinserträge auf Bankguthaben und festverzinsliche Wertpapiere, aber auch die Zinseinnahmen auf Warenkredite. Die Erträge aus Beteiligungen und Aktien dagegen sind dem Unternehmungsgewinn zuzurechnen, weil sie letztlich Gewinne aus betrieblicher Tätigkeit repräsentieren. — Der Zins auf das Geldkapital (Nominalzins) ist für die Unternehmung entweder Ertrags- oder Kostenfaktor. Als solcher existiert er in vielen Formen, die sich je nach der Fristigkeit der Kredite ändern. Es ist daher zu unterscheiden der Zins für Kurzkredite (Geldzins) vom Zins für Langkredite (Kapitalzins). — Als Ertragsfaktor kommen die Kreditzinsen der Banken für täglich fällige Guthaben und für Termingeld in Betracht, der Reichsbankdiskont (auf Wechsel und Warenkredite) und die Effektivverzinsung der festverzinslichen Wertpapiere. — Als Kostenfaktor ist der Zins einmal kalkulatives Element (Tageszins, auch auf Eigenkapital zu verrechnen), sodann effektive Kostenzahlung (Anschaffungszins). Die Sollzinsen der Unternehmung setzen sich zusammen aus dem Zinsendienst der Anleihen, Hypotheken und Darlehen (Langkredite), den Debetzinsen der Banken und den Zinsen auf Kreditoren (Kurz-

[32]) z. B. GB. der Rhein. Stahlwerke von 1932/33; GB. der „Union", Fabr. chem. Prod., 1932/33.

kredite). — Bis zur Aktienrechtsnovelle von 1931 war es für den Außenstehenden ungemein schwer, sich eine Vorstellung von der Zinsenlast einer bestimmten Unternehmung zu machen. Das galt insbesondere von der Höhe der Zinsfüße für kurzfristige Kredite, die in der Wirtschaft uneinheitlich festgesetzt wurden, je nach Größe und Aufbau der Unternehmung, nach den Sicherheiten, die sie zu bieten vermochte und nach der Beurteilung des Kreditrisikos. Die Wirkung der Aufwandszinsen auf die Kostenstruktur der Unternehmung ist abhängig von der Geschwindigkeit des Kapitalumschlags. Betriebe mit schnellen Umschlägen haben einen geringeren Zinsanteil auf ihre Produkte zu verrechnen als solche mit langsamen.

Neben seiner Eigenschaft als unmittelbarer Kosten- und Ertragsfaktor hat aber der Zins auch einen mittelbaren Einfluß auf die gesamte Marktgestaltung und Betriebsgebarung in Gestalt des jeweils in einem gegebenen Zeitpunkt in der Gesamtwirtschaft vorwaltenden Zinses, dem Tageszins. Die Auswirkungen der Tageszinsschwankungen machen sich im Betriebe geltend, auch wenn der Anschaffungszins von ihm abweicht. Ja, sie würden sogar die Kapitaldisposition einer Unternehmung lenken, die überhaupt nicht — weder aktiv noch passiv — in die Kreditverflechtungen einbezogen ist. Allerdings ist zuzugeben, daß die Tendenzen, die letztlich vom Tageszins ausgehen — wie gerade die Depressionsverflüssigung — sich in verschiedener Stärke durchsetzen bei Unternehmungen mit verschiedener Zinsbelastung. Aber davon erst später. — Unter dem Tageszins ist im nachfolgenden nicht ein bestimmter Satz zu verstehen, sondern die gedankliche Zusammenfassung sämtlicher Zinsfüße, die übrigens in einer organischen Wirtschaft auch tatsächlich miteinander in enger Verbindung stehen.

a) Die Bedeutung des Tageszinses. (Die Veränderung der Relation zwischen der Gewinnspanne und dem Nominalzins als Ursache der Liquiditätsschwankungen.)

1. Der Gleichgewichtszustand.

Es ist auszugehen von der Fiktion einer im Gleichlauf befindlichen Wirtschaft. In ihr vollzieht sich der Kreislauf der Werte nach der Formel der Verkehrsgleichung.[33]) Das bedeutet, daß der bestehende Produktionsaufbau in seiner Größenordnung erhalten bleibt. Die Unternehmungen reproduzieren gerade, sie erweitern nicht und bauen nicht ab. Das ist die Situation, bei der dynamische Liquiditätsschwankungen nur in Höhe der Gewinne auftreten können, aber nicht darüber hinaus. In unserem Zusammenhang interessiert es nun, wie innerhalb dieses Gleichgewichts die Zinskonstellation beschaffen ist. Die Verkehrsgleichung sagt darüber positiv nichts aus, obwohl sie die stillschweigende Voraussetzung eines Gleichgewichtszinses notwendigerweise enthält. Doch kann man seine Entstehungsbedingungen nicht erkennen. Das hat im Folgen-

[33]) Schmidt, a. a. O., S. 20 ff.

den seinen Grund: In der Verkehrsgleichung wird das gesamte Einkommen zum Kauf der Produktion und Finanzierung der Reproduktion bereitgestellt, mit anderen Worten, es wird darin weder gespart, also kein Kapital angeboten, noch erweitert, d. h. kein Kapital nachgefragt. In einer Wirtschaft, in der aber weder Kapital angeboten noch nachgefragt wird, können Zinsänderungen nicht entstehen. Der Versuch, den Zins gleichfalls in die Verkehrsgleichung einzubauen, führt zu ihrer Erweiterung zur Gleichung einer im organischen Wachstum befindlichen Wirtschaft. Das geschieht in der Form, daß zu der Gleichgewichtsbedingung der Verkehrsgleichung, nämlich der Uebereinstimmung der Preise sämtlicher Produkte mit den Einkommen der betreffenden Periode, noch eine weitere Gleichgewichtsbedingung hinzutritt, und das ist die Uebereinstimmung des Verhältnisses zwischen der Kapitalgüter-[34]) und der Konsumgüterproduktion mit dem Verhältnis von Kapitalbildung und Konsum. Dieses Gleichgewicht — auf dessen Erschütterung nach fast allen neuen Theorien[35]) die Konjunkturen beruhen — wird hergestellt und verändert durch den Zins. Und zwar wird es hergestellt durch einen Zins, der mit dem „natürlichen"[36]) oder Gleichgewichtszins zusammenfällt, als einem Satz, bei dem die Investierungen gerade der Sparquote entsprechen. Bei dieser Lage haben die Unternehmer keine Veranlassung, den Produktionsaufbau über die durchschnittliche Wachstumsrate hinaus zu verändern, da bei dem vorherrschenden Satz die erzielbaren Preise der gesamten Produkte gleich sind den Kosten der Periode. Ein Unternehmer, der bei dieser Zinskonstellation Kapital aufnimmt, kann durch dessen produktive Verwendung gerade den Tageszins herauswirtschaften. Im Gleichgewichtszustand liegt also der Fall vor, daß der Nominalzins keinerlei Einfluß auf die Sachkapitalrente hat. — Wenn nun in der nächsten Periode das gesamte Einkommen verbraucht, nichts gespart, aber durch die Unternehmer auch nicht erweitert wird und der Zins unverändert bleibt, so sind wir wieder bei der ursprünglichen Verkehrsgleichung angelangt, allerdings bei dem neuen, erweiterten Gleichgewicht, da ja inzwischen der Produktionsaufbau vergrößert worden ist.

2. Das gestörte Gleichgewicht.

Zwischen das Kapitalangebot der Sparer und die Nachfrage der Produzenten schieben sich die Banken. In ihrer Hand liegt es, den Nominalzins vorübergehend auf einen Satz festzulegen, der mit dem Gleichgewichtszins nicht übereinstimmt. Mit dieser Maßnahme bringen sie aber die abgestimmte Produktion aus dem Gleichgewicht. Es verschiebt sich das Verhältnis von ersparten und ver-

---

[34]) Nur diejenigen Kapitalgüter, die zu Neuinvestierungen verwandt werden, diejenigen, die zum Ersatz notwendig sind, werden in den Konsumgüterpreisen als Abschreibungen vergütet.

[35]) Wicksell, v. Mises, Hayek, Keynes u. a.

[36]) K. Wicksell, Geldzins und Güterpreise, Jena 1898, S. 93.

brauchten Einkommen und die Rate der Investition. Die Märkte kommen in Bewegung. —

Der Nominalzins liegt **unter** dem Gleichgewichtszins. — Durch eine Senkung des Nominalzinses bessert sich die Rentabilität der Unternehmungen. Die Gewinnspanne steigt, und zwar aus folgenden Gründen: Der Unternehmer, der jetzt zum relativ niedrigen Nominalzins Kapital aufnimmt, wird darauf eine höhere Rente erwirtschaften können. Gleichzeitig steigen aber auch die Preise, weil bei dem niedrigen Tageszins weniger gespart wird [37]) und infolgedessen ein größeres Einkommensquantum zum Ankauf der zunächst gleich gebliebenen Produktionsmenge drängt. Für die Liquidität ergeben sich aus dieser Lage folgende Konsequenzen: Die Aussicht auf steigende Gewinne ist ein Anreiz zu Substanzerweiterungen. Es wird Neukapital in die Realwerte überführt, um die höhere Rente darauf zu erwirtschaften. Soweit Eigenkapital hierfür nicht mehr in Betracht kommt, wird Fremdkapital aufgenommen, dessen „rentensteigernde Wirkung" (Prion) bei der gekennzeichneten Zinssituation zu einer Erhöhung des Unternehmungsgewinns beiträgt. Anderseits stellen die Preiserhöhungen einen Anreiz zur Spekulation in Realwerten dar, die den Kapitaldisponenten veranlassen, Kredite aufzunehmen und mit ihrem Gegenwert in Sachgütern zu spekulieren. Bei einem relativ niedrigen Nominalzins ist also ein allgemeines Abströmen des Geldkapitals in die Sachwerte zu beobachten, d. h. Geldkapital wird in Sachkapital umgewandelt. Hierbei tritt regelmäßig eine allgemeine Verschlechterung der Liquidität ein. — Diese Entwicklung enthält jedoch in sich selbst den Keim zur Rückbildung. So schreibt Cassel [38]): „Die Hochkonjunktur steigert den Zinsfuß bis auf eine Höhe, wo er unerträglich wird und die Hochkonjunktur selbst zusammenbrechen muß." —

Der Nominalzins liegt **über** dem Gleichgewichtszins. — Die Erhöhung des nominellen Zinsfußes hat zur Folge, daß der Gewinn aus betrieblicher Tätigkeit sinkt. Die Zinssteigerung wirkt zunächst bremsend auf die Investition. Denn die Unternehmer vergleichen den möglichen Zukunftsertrag der geplanten Erweiterungen mit dem Tageszins und müssen durch dessen relative Höhe von der Ausführung ihrer Pläne abgeschreckt werden. Man hat sich, insbesondere in der Nachkriegszeit, oft über diese einfache kalkulatorische Regel hinweggesetzt und trotz steigender Zinsfüße in großem Umfange Kapital aufgenommen, in der Hoffnung, daß der Rationalisierungsprozeß die Erwirtschaftung des Zinses schon ermöglichen werde. — Die zweite Wirkung der Zinssteigerung sind fallende Preise. Infolge des zu hohen Zinsfußes wird mehr

---

[37]) Wir wollen diese Voraussetzung annehmen, obgleich es mancherlei gegen die Auffassung, daß die Sparquote von der Zinshöhe abhängig sei, einzuwenden gibt. Aber auf diese Weise ist es möglich, Wertänderungen anzunehmen, ohne daß gleich monetäre Faktoren dafür als Ursache in Frage kommen müssen.

[38]) Cassel, Theoretische Sozialökonomie, 5. Aufl., Leipzig 1932, S. 559.

gespart und weniger für Konsumzwecke verausgabt, sodaß der gleichgebliebenen Produktionsmenge künftig ein geringerer Teil des Einkommens gegenübersteht. Die Unterrentabilität führt nun dazu, daß die Unternehmer den Produktionsaufbau verkleinern. Sie liquidieren das freigesetzte Vermögen, um darauf den hohen Nominalzins zu erzielen, bzw. um Schulden damit zurückzuzahlen. Der Umfang dieses Liquidationsprozesses hängt ab von der Spannung, die zwischen der Gewinnspanne und dem Nominalzins besteht. In den Vorkriegskrisen waren die Abweichungen des Nominalzinses von seiner Gleichgewichtslage relativ gering und von kurzer Dauer. Aber in der Nachkriegszeit, wo der Nominalzins, bis auf eine einzige Ausnahme (1927), sich dauernd über dem Rentabilitätsniveau der Industrie bewegte, mußte dieser Rückbildungsprozeß in der Depression außerordentliche Dimensionen annehmen. So führte die Entwicklung dahin, daß die Erträge aus der „Finanzanlage" tatsächlich höher waren als diejenigen aus der „Betriebsanlage", und daß man von einer regelrechten „Rentabilität der Schuldentilgung" sprechen konnte, die eine zeitlang die ergiebigste Quelle der Gewinnerzielung darstellte. Dies galt insbesondere für die festverzinslichen Papiere, deren niedriger Kursstand einen starken Anreiz zur Schuldentilgung bot. Hier ist jedoch zu berücksichtigen, daß im Sinne der relativen Kapitalerhaltung bei Tilgungskäufen Gewinne erst entstehen können, wenn die Kurssenkungen schärfer sind als der Rückkgang des allgemeinen Wertniveaus, da ja die Rückzahlung in höherwertigem Geld erfolgt. — Die Preissenkung schließlich hat zur Folge, daß das Spekulationskapital aus den Sachwerten in die Geldwerte strömt, um dort die Kaufkraftsteigerungen mitzunehmen. — Bei einem relativ hohen Zinsfuß ist also ein allgemeines Abströmen des Sachkapitals in die Geldform zu beobachten, d. h. Sachkapital wird in Geldkapital umgewandelt. Hierbei tritt regelmäßig eine allgemeine Verbesserung der Liquidität ein. — Auch diese Entwicklung bereitet sich ihr eigenes Ende. Die Verflüssigung dauert nur solange an, bis die Zinsspiegel nachgeben und auf ein Niveau sinken, bei dem die Anlage des Kapitals in Betriebswerten wieder vorteilhaft wird.

3. Zusammenfassung.

Zusammenfassend ergeben sich folgende Beziehungen: Die konjunkturelle Abweichung des Nominalzinses von seiner Gleichgewichtslage führt zu einer Gegenbewegung der Gewinnspanne. Hierdurch ergeben sich Ertragsunterschiede zwischen der Nutzung auf Sach- und auf Geldkapital, die bei der Gleichgewichtslage des Zinses an sich nicht bestehen. Dieses Ertragsgefälle führt zu Umwandlungen von Sach- und Geldkapital und umgekehrt. Im Gefolge der Kapitalbewegungen treten Liquiditätsschwankungen auf. —

Als Kronzeuge für die Richtigkeit dieser Auffassung sei Schmalenbach angeführt:[39]) „. . . . Bindungen und Freistellun-

[39]) Schmalenbach, a. a. O., S. 86.

gen von Kapital sind durchaus zinsabhängig. Ist der Zins hoch, so unterbleiben Kapitalbindungen dieser Art viel leichter, als wenn der Zins niedrig ist." — Die äußerste Konsequenz der dargelegten Auffassung ist die Zurückführung der gesamten Konjunktur auf die Bewegungen des Zinses. So schreibt Keynes [40]): „Im Aufschwung und Niedergang kommen einfach die Folgen einer Schwankung der Kreditbedingungen um ihren Gleichgewichtszustand zum Ausdruck."

b) Die Bedeutung des Anschaffungszinses.

Die Gefahr dieser abstrakten Formulierungen liegt in ihrem weiten Abstande von der Wirklichkeit. Sie müssen notwendigerweise zu groben Verallgemeinerungen führen. So trifft es z. B. keineswegs für alle Fälle zu, daß bei hohem Tageszins im Niedergang die Liquidität zunimmt. Es läßt sich teilweise das gerade Gegenteil feststellen. Für den Unternehmungsdurchschnitt allerdings besitzt diese Aussage Gültigkeit. (Vgl Liquiditätskurve der Generalbilanz). — Im nachfolgenden soll nun den Ursachen für die Verschiedenartigkeit der Liquiditätsentwicklung nachgegangen werden. Es würde zu weit führen, diese Untersuchung auf sämtliche Phasen der Konjunktur zu erstrecken. Wir müssen uns hier auf eine einzige beschränken und wählen zu diesem Zweck die Depression, in der übrigens die Tendenzen am deutlichsten hervortreten. — Es wird sich zeigen, daß neben der individuellen Marktentwicklung insbesondere der Anschaffungszins, die effektive Zinszahlung ausschlaggebend ist für die Liquiditätsgestaltung.

Diesen Nachweis erbringt W. Hasenack in seinem Aufsatz: „Zins und Kredit in Scheinkonjunktur und Krise" in der Z. f. B., 10. Jg., 1933, S. 601 ff. Er hat darin zahlreiche Bilanzen des Jahres 1932 nach dem alleinigen Gesichtspunkt zusammengestellt, ob sie einen positiven oder negativen Zinssaldo in ihrer Erfolgsrechnung aufweisen. Dabei stellt es sich heraus, daß die überwiegende Mehrzahl der Firmen mit Zinsüberschuß eine hohe Liquidität aufwies, bei gleichzeitigen Gewinnabschlüssen, wogegen die Gruppe der zinszahlenden Gesellschaften vorwiegend illiquide war und mit Verlusten abschloß. Da Hasenack hiermit die bilanzmäßigen Belege für die Zinswirkung auf die Liquidität in der Krise bereits erbracht hat, verbleibt nunmehr die Aufgabe, die Vorgänge einmal von der systematischen Seite zu betrachten. —

In der Depression lassen sich vier verschiedene Formen der Liquidität nachweisen: die Unterliquidität, die Bruttoliquidität (hohe Bankguthaben bei gleichzeitig hohen Bankschulden), die Nettoliquidität (geringe Geldwerte auf beiden Seiten der Bilanz) [41]) und die Ueberliquidität. —

---

[40]) J. M. Keynes, Vom Gelde, München 1932, S. 150.

[41]) Der Begriff der Nettoliquidität wird hier in einem anderen Sinne gebraucht als bei Hasenack.

1. Die depressive Unterliquidität.

Die allgemeine Verflüssigungstendenz der Depression kann sich bei verschiedenen Firmen [42]) offenbar nicht durchsetzen. Es erhebt sich daher die Frage, welches die Umstände sind, die diesen Prozeß aufhalten oder gar vereiteln, und ob sich die Bedingungen festlegen lassen, bei deren Vorhandensein eine Unterliquidität unvermeidlich eintreten muß. Es ist m. a. W. die Frage nach der Liquiditätsuntergrenze zu stellen.

Die Liquiditätsuntergrenze einer Unternehmung liegt dort, wo die Erlöse die proportionalen Kosten zuzüglich der fixen (jedoch ohne die Abschreibungen) gerade nicht mehr decken.

Das ist folgendermaßen zu verstehen: Die Unternehmung hat die Möglichkeit, dem durch Betriebsverluste verursachten Schwund ihrer flüssigen Mittel durch die rapide Liquidation von freigesetzten Vermögensteilen und durch Kostendrosselung entgegenzutreten. Ist jedoch der Zugang an flüssigen Mitteln aus Umsatz und Vermögensabbau kleiner als der Abgang für Kostenzahlungen — wobei die Abschreibung von den Kosten abzusetzen ist, weil sie in Notzeiten zur Stärkung der Kassenhaltung herangezogen werden kann —, so wird die Unternehmung rettungslos illiquide. Die Liquiditätsuntergrenze liegt mit anderen Worten bei den unbedingt fälligen Kostenzahlungen. — Welche Rolle spielt nun hierbei der Zins?

Die Liquiditätsentwicklung in der Depression ist abhängig von der Marktentwicklung einerseits und von der Elastizität der Unternehmung im Hinblick auf ihren Kosten- und Vermögensabbau andererseits. Eine Unternehmung mit hoher finanzieller Elastizität ist imstande, die sich aus der Ungunst der Marktentwicklung ergebende Illiquidität durch entsprechende Gegenmaßnahmen zu kompensieren. Untersucht man nun die Kosten auf ihre Eltastizität hin — und zwar vom Standpunkt der Liquidität aus — so läßt sich folgende Elastizitätsskala aufstellen. Obenan steht die Abschreibung. Sie besitzt den höchsten Grad der Elastizität, da die auf ihr basierenden Anlagenzugänge vorübergehend ganz wegfallen können. An zweiter Stelle stehen die proportionalen Kosten, die sich mit dem Beschäftigungsgrad verändern und infolgedessen in hohem Maße elastisch sind. Ihnen folgen in entsprechenden Abständen, je nach ihrer Abbaufähigkeit, die restlichen fixen Kosten. Unter diesen nun rangieren die Zinsen mit an letzter Stelle. Sie stellen einen besonders unelastischen Ausgabeposten dar. Zwar sind auch sie reduzierbar, nämlich durch Tilgung des Kapitals, aber es gilt dabei zu berücksichtigen, daß hierzu nur diejenigen Unternehmungen in der Lage sind, die über freie Mittel verfügen, während die Zinsposition gerade bei denjenigen Firmen, die ihren Abbau am nötigsten haben — das sind die überschuldeten — entsprechend dem Grade der Verschuldung unveränderlich ist. — Je nach der Höhe der Zinsbe-

[42]) In der letzten Depression z. B. Wayss & Freitag, Ruscheweyh, Zellstoff Aschaffenburg.

lastung, d. h. je nach der Höhe ihres Anteils an den Gesamtkosten, und der Marktkonstellation, wird nun entweder der Zins aus Betriebsüberschüssen gezahlt oder er muß dem freigesetzten, im schlimmsten Falle dem gebundenen Vermögen entnommen werden. Im Falle der Zinszahlung aus Umsatzgewinn wird in der Regel auch eine Tilgung aus freigesetztem Vermögen möglich sein; bei der Zinszahlung aus freigesetztem Vermögen kann u. U. bei entsprechend rücksichtslosem Abbau noch eine Tilgung stattfinden; während im Falle der Zinszahlung aus gebundenem Vermögen eine Kapitalrückzahlung nicht mehr in Frage kommt. Es liegt dann bereits die Ueberschreitung der Liquiditätsuntergrenze vor.

Zu einer depressiven Unterliquidität kommt es also bei denjenigen Firmen, deren Zinszahlungen einen solchen Umfang angenommen haben, daß selbst die aus Vermögensliquidation eingehenden Mittel zu ihrer Deckung nicht mehr hinreichen.

2. Die depressive Brutto- und Nettoliquidität.

Die Brutto- und Nettoliquidität gehört innerlich zusammen. Sie tritt in der einen oder anderen Form bei denjenigen Firmen ein, deren Erlöse die fälligen Kostenzahlungen zuzüglich einer — dem jeweiligen Schuldenstand entsprechenden — Tilgungsquote decken. — Die Unternehmungen können diesen überschüssigen Betrag entweder zur Schuldentilgung oder zur Guthabenbildung verwenden. Die Firmen mit Nettoliquidität benutzen diesen Betrag zur effektiven Rückzahlung, während die Gesellschaften mit Bruttoliquidität ihn trotz vorhandener Verpflichtungen auf einem Bankkonto auflaufen lassen, um bei Wiederbelebung des Geschäftes darauf zurückzugreifen. Zur letzteren Gruppe rechnen diejenigen Unternehmungen, die sich des bedingt freien Charakters des liquidierten Vermögens bewußt sind und deren kurzfristige Verpflichtungen im Grunde eiserne Kapitalbestände darstellen.

Die depressive Brutto- bzw. Nettoliquidität tritt bei Betrieben auf, die nach Zahlung ihrer Zinsen noch über einen freien Betrag in Höhe der Tilgungsquote — aber nicht darüber hinaus — verfügen.

3. Die depressive Ueberliquidität.

Die Ueberliquidität wird sich in der Depression überall dort einstellen, wo die Erlöse außer den fälligen Kostenzahlungen und der Tilgungsquote noch einen zusätzlichen Betrag decken, der zur Finanzanlage benutzt werden kann. — Das ist vornehmlich bei solchen Gesellschaften der Fall, die mit einer relativ geringen Zinsbelastung — insbesondere ohne die drückende Zinslast auf kurzfristige Bankkredite —, in die Depression hineingegangen sind und die infolgedessen eine hohe finanzielle Elastizität besitzen. Das Gleiche läßt sich bei Unternehmungen beobachten, die in der Krise hohe Scheinverluste verrechnen.

Bei den überliquiden Firmen spielt der Sollzins demnach eine geringere Rolle, umso bedeutungsvoller sind dafür die Zinserträgnisse. Hasenack hat für das Jahr 1932 nachgewiesen,[43]) daß die infolge Absatzschrumpfung und mangelhafter Ausnutzung der Anlagen entstandenen Verluste bei Unternehmungen mit geringer Fremdkapitalquote in erheblichem Ausmaß durch Zinserträge auf die verflüssigten Kapitalteile gedeckt worden sind. Hasenack weist mit Recht auf die großen gesamtwirtschaftlichen Gefahren dieser Entwicklung hin und kennzeichnet sie treffend als „Verrentnerung"[44]) der Unternehmerschaft. Neben den deflationistischen Wirkungen, die von dem Liquidationsprozeß ohne Ende ausgehen, darf die Gefährdung des Kreditsystems nicht außer acht gelassen werden, die sich in dem Augenblick ergeben muß, da die Industrie ihre hohen Bankguthaben abzurufen beginnt. Wie berechtigt diese Befürchtung ist, zeigt ein Auszug aus dem Geschäftsbericht der DD-Bank vom Jahre 1933:

„Der gegenwärtige Abschnitt der Krisenüberwindung und des beginnenden Wirtschaftsanstiegs stellt den Banken besonders schwierige Aufgaben. Auf der einen Seite gibt wachsender Geschäftsumfang vielen Unternehmungen Veranlassung, nunmehr auf bei den Banken in Reserve gehaltene eigene Mittel zurückzugreifen und darüber hinaus sich um neuen Kredit zu bemühen. Auf der anderen Seite hat die wirtschaftliche Erholung aber noch nicht den Punkt erreicht, in dem die Steigerung der Geschäftstätigkeit und mit ihr die Verbesserung der Gewinne und Einkommen oder private Kapitalbildung, bei den Banken in Gestalt zunehmender Einlagen sich niederschlägt. Es ergibt sich hieraus, daß für eine gewisse Uebergangszeit der Tendenz wachsender Debitoren eine solche schrumpfender, zumindesten aber noch nicht wachsender Kreditoren gegenübersteht."

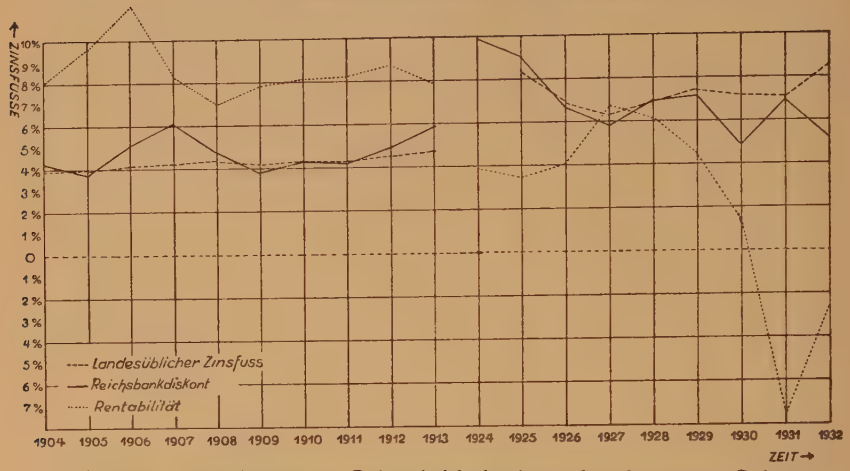
Aus den bisherigen Darlegungen über den Zins ist als Wesentliches festzuhalten, daß der Tageszins die jeweilige Grundrichtung der Liquiditätsentwicklung bestimmt, während der Anschaffungszins die dabei auftretenden Abweichungen erklärt.

c) Die Zinsentwicklung im Untersuchungszeitraum.

Wenn man eine Antwort sucht auf die Frage nach der andersgestalteten Liquiditätsentwicklung, in der Vor- und Nachkriegszeit, so ist sie im wesentlichen zu finden bei der Verschiedenartigkeit der Zinskonstellation. Ein Blick auf das nachstehende Diagramm zeigt die beinahe vollkommene Umkehrung der Relation zwischen der Industrierentabilität und dem Geld- und Kapitalzins.

[43]) Hasenack, Zins und Kredit in Scheinkonjunktur und Krise, Z. f. B., 10. Jg., 1933, S. 656.
[44]) Ebenda, S. 744.

Abb. 11: **Zins und Rentabilität im Untersuchungszeitraum.**[45])



Es läßt sich kaum ein Schaubild denken, das die ganze Schwere und Ungunst der Nachkriegssituation treffender kennzeichnen könnte, als diese Gegenüberstellung der Rentabilität mit den nominellen Zinsfüßen. —

Vor dem Kriege nimmt der Kapitalzins eine sehr ruhige Entwicklung. Eine Bewegung läßt sich nur beim Geldzins (Diskontsatz) beobachten. Aber das Entscheidende ist, daß zwischen dem Geld- und Kapitalmarkt eine enge Verbindung besteht, in der Weise, daß während der Depression die Mittel des Geldmarktes auf den Kapitalmarkt herüberströmen (1909) und somit eine Finanzierung des Aufschwungs ermöglichen. Dadurch konnte auch der Kapitalmarkt in nahezu vollkommener Weise seine Aufgabe erfüllen, die in der Entlastung des Geldmarktes von den Zwischenkrediten der Wirtschaft besteht. Man kann nämlich an den Vorkriegsbilanzen immer wieder die Wahrnehmung machen, daß die kurzfristigen Bankkredite der Unternehmungen schon sehr bald nach der Wende in langfristige Schulden oder in Eigenkapital umgewandelt werden. Aus diesem Grunde hatten es die Betriebe nicht nötig, Vermögensliquidation zum Zwecke der Schuldenrückzahlung zu betreiben, sondern waren nach einer vorübergehenden Stockung in der Lage, ihre Erweiterungen fortzusetzen. So konnten sie sich auch schnell der hohen Zinsenlast entledigen, die ihnen durch die Aufnahme von relativ teuren Krediten in der Hochspannung entstanden war. Vor allem aber war der Anreiz zur Bildung von Bankguthaben in der Depression sehr gering, da die Habenzinsen der Banken nur selten die Höhe von 2—3% überschritten. Alle diese Umstände gaben den Unternehmungen keinen besonderen

[45]) Vgl. hierzu für die Vorkriegszeit die Tabellen auf S. 38, 39, für die Nachkriegsjahre S. 42, 43.

Anlaß zu einem verstärkten Abbau ihrer Realwerte und zwangen sie nicht zu unfreiwilligen Liquidationen. Das Resultat war eine relativ geringe Depressionsverflüssigung im Vergleich zur Nachkriegszeit.

In den Jahren nach dem Kriege stehen die Zinsfüße — bei unruhiger Entwicklung — auf einem hohen Stand. Ihre abnorme Höhe läßt sich aus wirtschaftlichen Ursachen allein (hohe Kapitalnachfrage nach Krieg und Inflation, geringe Kapitalbildung, hohe Risikoprämie durch Wirtschaftsunruhe) nicht erklären. Vielmehr war der Nachkriegszins in besonderem Maße ein politischer Zins.[46]) (Reparationen, Schuldenwirtschaft der öffentlichen Hand usw.). Mit der rapiden Neuverschuldung der Industrie, die bald nach der Stabilisierung einsetzte, mußte der Zins bei seiner außergewöhnlichen Höhe zu einem Kostenfaktor ersten Ranges werden, der eine weit schwerere Belastung des industriellen Budgets darstellte als in der Vorkriegszeit. „Die Höhe der Kapitalkosten überschritt bei der Mehrzahl der untersuchten Unternehmungen den Vorkriegsstand um mehr als 100%," berichtet Dernburg[47]) in seiner abschließenden Arbeit über die Ergebnisse der Wirtschaftsenquete. Als Ursache hierfür werden die hohen Zinssätze, aber auch die höhere Kapitalintensität der Unternehmungen angeführt.

Der Zins als Kosten- und Ertragsfaktor in der Nachkriegszeit.

Jahr	Anleihebedingungen der langfristigen Auslandsanleih. (Kosten f. Anleiheschuldner).[48])	Debetzinsen der Berliner Stempelvereinigung.[49])	Kreditzinsen der Frankfurter Bankvereinigung (fest 15—30 Tage nicht über Ultimo).[50])
1924	7,87	19,01	—
1925	7,87	14,11	—
1926	7,52	10,18	—
1927	6,54	8,83	—
1928	6,81	10,00	—
1929	7,01	10,20	5,68
1930	6,72	7,93	3,94
1931	—	10,32	5,33
1932	—	8,21	3,22

Das Paradoxe der Nachkriegsentwicklung liegt nun darin, daß ungeachtet der hohen Zinsspiegel Kapital von der Wirtschaft aufgenommen wurde und andererseits das Kapitalangebot sich trotz der starken Nachfrage keineswegs verringerte; in der Krise nicht

---

46) „Wirkungen und Ursachen des hohen Zinsfußes in Deutschland", hrsg. von K. Diehl, Jena 1932. Dessen Beitrag: „Die Ursachen des hohen Kapitalzinsfußes in Deutschland", S. 863.

47) Dernburg, Erzeugungs- und Absatzbedingungen der deutschen Wirtschaft, Berlin 1931, S. 120.

48) Ebenda, S. 160.

49) Konjunkturstat. Handbuch 1933, S. 126.

50) Berechnet nach den im Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung veröffentlichten Sätzen.

(1926) und in der Hochspannung auch nicht (1927/28), weshalb der Zusammenbruch immer weiter hinausgeschoben wurde. Von der Seite der Unternehmungen bedeutete die überstürzte Kapitalaufnahme einen offensichtlichen Verstoß gegen die einfachsten kaufmännischen Grundsätze, denn bei derartigen Zinsfüßen konnte von einer rentensteigernden Wirkung des Fremdkapitals überhaupt keine Rede mehr sein. Als mildernder Umstand kann hier nur angeführt werden, daß es bei vielen Unternehmungen nicht mehr um die Rente ging, sondern ganz einfach um die nackte Existenz. Wer nicht rationalisierte, lief Gefahr, ausgeschaltet zu werden. In diesem Zusammenhang darf vor allem die Wirkung der gewerkschaftlichen Lohnpolitik nicht übersehen werden, die viele Unternehmer zu arbeitsersparenden Maschinen Zuflucht nehmen ließ. — Die Folge dieser ganzen Umstände war, daß eine Umwandlung von Geld- in Sachkapital vorgenommen wurde, obgleich ein Ertragsgefälle in dieser Richtung gar nicht bestand. Das Kapital lief „den Berg hinauf". Hieraus erklärt sich einerseits die regelwidrige Entwicklung der Liquidität in der Krise von 1926, vor allem aber die unerhörte Verflüssigung in den Jahren der letzten Depression. Denn solange als bei den hohen Zinsfüßen hinreichendes Kapitalangebot vorhanden war, ging alles gut; in dem Augenblick aber, als Kapitalknappheit eintrat, die sich im Sommer 1931 sogar in einen starken Abfluß an Geldern ins Ausland verwandelte, mußte die wahre Situation offenbar werden und eine Umwandlung des Sachkapitals in Geldkapital in einem bisher unbekannten Ausmaß einsetzen. Dieser Liquidationsprozeß wurde noch durch einen Umstand beschleunigt, der als solcher in der Vorkriegswirtschaft gar nicht bestand: durch die hohen Kreditzinsen der Banken, die zu der Politik des hohen Bankguthabens führten.[51]) Es wäre nun zu erwarten gewesen, daß diese Entwicklung sich selber ein rasches Ende dadurch bereitete, daß durch die starke Verflüssigung an den Geldmärkten auch der Satz für Langkredite sinken würde. Doch diese Wirkung blieb aus. Die Mittel des Geldmarktes fanden zum Kapitalmarkt nicht herüber infolge eines starken Unterschiedes „in dem Fälligkeitsbedürfnis der Kapitalnehmer und -geber".[52]) — Hierdurch war es der Industrie nicht möglich, ihre kurzfristigen Zwischenkredite in langfristiges Kapital zu verwandeln, denn man kan beobachten, wie zahlreiche Gesellschaften enorme und kostspielige Bankkredite durch die ganze Depression hindurchschleppen, die teilweise noch infolge der Zurechnung von gestundeten Zinsen zum Kapital wachsende Tendenz zeigen. In der freien Marktwirtschaft hätte nun der Liquidationsprozeß so lange andauern müssen, bis die Belebung des Kapitalmarktes schließlich einmal eingetreten wäre. Man muß sich aber fragen, ob bei weiterer Schrumpfung der Zinsendienst der Industrie

---

[51]) In der letzten Depression erreichten die flüssigen Mittel bei der Ilse-Bergbau 20,6%, bei der Schles. Bergwerks AG. 30,% und bei der Berliner Maschinenbau AG. sogar 41,1% der Bilanzsumme!

[52]) Schmalenbach, a. a. O., S. 103.

noch hätte aufrecht erhalten werden können. Denn wenn der Zins in den Betrieben nicht mehr erwirtschaftet werden kann, so muß er aus dem Vermögen bezahlt werden, wodurch Liquidationen und Zusammenbrüche unvermeidlich sind. Ueber diese Zwangsläufigkeit kann auch der Gedanke nicht hinwegtäuschen, daß die Zinsgläubiger ihr Einkommen wieder in die Wirtschaft leiten. Entweder werden sie es überhaupt horten — wobei Einzahlung auf Bankkonto in Krisenzeiten echtem Horten durchaus gleichzusetzen ist — oder sie verfügen darüber durch Kaufhandlungen im Konsummarkt, also n i c h t im Markt der Produktionsgüter, für den bekanntlich in der Vergangenheit die Mehrzahl der industriellen Zinsschuldner produzierte. — Die Selbstheilung des Kapitalmarktes durfte also unmöglich abgewartet werden. Die nationalsozialistische Regierung griff hier ein und stand somit vor der schwierigen Aufgabe, einen Aufschwung herbeizuführen, ohne über einen funktionsfähigen Kapitalmarkt zu verfügen. Dies geschah durch großzügige Arbeitsbeschaffungsprogramme, deren endgültige Finanzierung zum Teil in die Zukunft vorverlegt wurde, aber die auch gleichzeitig aus Mitteln finanziert wurden, die unter anderen Umständen dem privaten Kapitalmarkt zugeflossen wären. — Aus diesen Tatsachen erklärt sich die industrielle Liquiditätsentwicklung im gegenwärtigen Aufschwung, die nicht durch die übliche Aufnahme von Lang- oder Kurzkrediten charakterisiert ist, sondern durch die „Selbstfinanzierung" des Aufschwungs aus eigenen Geldbeständen der Wirtschaft.

D) Die Aufrechterhaltung der Liquidität im Konjunkturverlauf.

I. Die Voraussetzungen der Liquidität.

Die Liquiditätspolitik hat nicht nur die Aufgabe, die Zahlungsfähigkeit der Unternehmung zu sichern, sie hat vielmehr darüber hinaus noch eine weitere sehr wichtige Funktion zu erfüllen und das ist der Schutz der Vermögenssubstanz. Die Erhaltung der Substanz wird nämlich nicht allein durch falsche Rechnung in Frage gestellt, sondern kann auch in ganz erheblichem Maße von der Kreditseite her bedroht werden.

Die Unantastbarkeit der Produktionskraft — als Inbegriff der Lehre von der Substanzerhaltung — ist grundsätzlich nach allen Seiten hin zu sichern und gegen alle Möglichkeiten der Beeinträchtigung zu schützen. Zu eben diesen Eventualitäten zählt der Einbruch in die Substanz durch Kreditrückziehungen, mögen sie nun aus einem bestimmten Grunde erfolgen oder konjunkturell bedingt sein. Eine Liquiditätspolitik daher, die gegen diese Möglichkeiten keine Vorkehrungen getroffen hat, bzw. eine Zahlungsbereitschaft, die erst durch die Hinzuziehung von Vermögenssubstanz (z. B. durch die Teilliquidation von Vorräten) zustandekommen konnte, ist fehlerhaft. Aus diesem Grunde kann nur diejenige Liquiditätsvorsorge als hinreichend und angemessen bezeichnet werden, die neben der Zahlungsbereitschaft gleichzeitig die Erhaltung der Unternehmungssubstanz gewährleistet. Aus dieser Forderung ergeben sich für die Liquiditätspolitik eine Reihe besonderer Aufgaben.

Alle Erörterungen über die Industrieliquidität haben von den Besonderheiten des industriellen Betriebes auszugehen. Diese sind zwar von Branche zu Branche und von Betrieb zu Betrieb verschieden, aber die grundsätzlichen Fragen bleiben im wesentlichen dieselben. Im Mittelpunkt der Betrachtung steht das Produktionsvermögen, und zwar dasjenige bei Vollbeschäftigung. Dieses Vermögen ist langfristiger Natur, weil es die Tendenz zur fortgesetzten Erneuerung besitzt. Die Langfristigkeit schließt aber nicht aus, daß sich die Geldwerdung gewisser Vermögensteile in kurzen Abständen vollzieht, wie etwa beim Umsatzvermögen, oder daß sie bereits eingetreten ist, wie bei den Geldbeständen. Die schnell umschlagbaren Vermögensteile eignen sich daher zur Rückzahlung von kurzfristigen Verbindlichkeiten, z. B. Warenkreditoren. Allein, es

ist zu bedenken, daß diese Kapitalrückzahlungen gleichzeitig Kostenzahlungen darstellen, denen die Tendenz zur Reproduktion innewohnt. Wenn deshalb die Kredite nicht unverzüglich wieder zur Verfügung gestellt werden, so läuft der Betriebsprozeß Gefahr, unterbrochen zu werden.

Andererseits besteht die Möglichkeit, daß die Unternehmung die Reproduktion nicht fortsetzen kann, weil ihr der Markt die volle Vergütung der Aufwendungen verweigert. Dann stehen den Kostenverpflichtungen unzureichende Erlöse gegenüber. Die Substanz wird also auch von der Erfolgsrechnung her gefährdet.

Und schließlich ist noch der Fall der Fehlrechnung ins Auge zu fassen, der zu einer übermäßigen Gewinnausschüttung und damit zu Vermögensverlusten führt.

Aus diesen Erwägungen ergibt sich, daß die Voraussetzungen der substanzerhaltenden Liquidität gegeben sind, wenn ein dreifaches Gleichgewicht vorhanden ist: das Gleichgewicht der eisernen Vermögens- und Kapitalbestände (worin die Wertgleichheit mit eingeschlossen ist), das Gleichgewicht der Kosten und Erlöse und das Gleichgewicht von entstandenem und ausgeschüttetem Gewinn. — Die Störung der beiden letzten Gleichgewichtsbedingungen überträgt sich natürlich auf die bilanzmäßige Liquidität, wie denn die Betriebs- mit der Unternehmungsliquidtät in demselben Zusammenhange steht wie die Erfolgsrechnung mit der Bilanz. —

Die Deckung der Kosten aus den Erlösen und die richtige Rechnung haben nun mit der Liquiditätspolitik als solcher unmittelbar nichts zu tun, sie stellen vielmehr selbständige Aufgabenbereiche betrieblicher Disposition dar. Aber trotzdem hat der Liquiditätsdisponent damit zu rechnen, daß Störungen von dieser Seite her eintreten können und muß ihnen zu begegnen wissen. —

Es wurde festgestellt, daß die Vermögenssubstanz infolge ihrer Tendenz zum Fortbestande langfristigen Charakters ist. Wie aber sind nun die Kapitalien beschaffen, die für ihre Finanzierung zur Verfügung stehen? Da ist zunächst das langfristige Kapital, das die Unternehmung im Wege der Eigen- oder Fremdfinanzierung aufnehmen kann. Es stellt eine besonders geeignete und sichere Form der Substanzfinanzierung dar. Und dann kommen die verschiedenen Arten des kurzfristigen Kredits als Kapitalquelle in Betracht. Hier ist nun danach zu unterscheiden, ob der Kredit erneuerungsfähig ist oder nicht. Zu den erneuerungsfähigen Krediten gehören die Warenkreditoren, die bei jedem Kauf automatisch zur Verfügung stehen, sowie die revolvierenden Bankkredite. Zu den nicht erneuerungsfähigen Krediten zählen die unbefristeten Bankausleihungen, die in den Augen der Bank selbst als sofort realisierbare Anlage betrachtet werden.[1]) Die erneuerungsfähigen Kurzkredite nun stellen

[1]) Es ist zuzugeben, daß dieser Unterschied von der Unternehmung nicht leicht erkannt werden kann.

ebenfalls eiserne Kapitalbestände dar und sind deshalb zur Finanzierung von eisernen Vermögensbeständen durchaus geeignet. Jedoch dürfen nur Vermögensteile mit schnellen Umschlägen durch sie finanziert werden, weil die Kredite in kurzen Abständen fällig werden, — um sich allerdings bald darauf zu erneuern. — Reichen nun die eisernen Kapitalbestände zur Finanzierung nicht aus, was insbesondere in der Hochkonjunktur der Fall sein wird, so können auch ausnahmsweise unbefristete Bankkredite zur Finanzierung herangezogen werden, aber nur mit einer bestimmten Auflage hinsichtlich ihrer Verwendung: sie dürfen nicht zur Finanzierung des Produktionsvermögens benutzt werden. Ihre Rückzahlung ist allein in drei Fällen ohne Schaden für die Produktion denkbar. Erstens, wenn ihr Gegenwert als Unterlage für Spekulationsgeschäfte dient, zweitens, wenn er in der Kasse belassen wird, und drittens, wenn man die aufgenommenen Gelder mit gleicher Fälligkeit an die Kunden weitergibt, wobei nach Möglichkeit die Debitoren derjenigen Kundschaft finanziert werden, die in der Hochkonjunktur zusätzlich hinzugekommen ist. Nach dem Zusammenbruch fallen diese Kunden gewöhnlich von selber aus, sodaß durch die Rückzahlung des Kredites eine Beeinträchtigung des normalen Ablaufs der Produktion nicht zu besorgen ist. Allerdings ist hierbei die Voraussetzung gemacht, daß der Kunde den Kredit ebenfalls kurzfristig weitergibt, der somit von Hand zu Hand bis zum letzten Verkäufer gelangt, der ihn bei Abruf aus dem Einkommen der Konsumenten, die bei ihm kaufen, zurückbezahlt. Nur wenn die Kreditkette in der gekennzeichneten Weise ununterbrochen durch die Einzelwirtschaften läuft, kann sie auch ohne Schaden für die Liquidität der Beteiligten von den Banken aufgerollt werden.[2] — Schließlich ist hier noch eine weitere Verwendungsmöglichkeit unbefristeter Bankkredite zu erwähnen, die für die Liquidität u. U. gut abgehen kann. Das ist ihre Verwendung als Uebergangskredite, entweder, um die kurze Zeit einer vorübergehenden Zahlungsstockung zu überbrücken, die sich aus der Ungleichmäßigkeit der Geldeingänge ergibt, oder um den Eingang von langfristigem Kapital aus einer bevorstehenden Emission zu antizipieren. Im letzteren Falle finden die kurzfristigen Verbindlichkeiten ihre Deckung gleichsam in der Passivseite selbst.

Eine substanzschützende Liquidität ist demnach vorhanden, wenn die eisernen Bestände der Aktivseite aus eisernen Kapitalbeständen finanziert sind, die untereinander auf ihre Fälligkeit abgestimmt werden, und wenn die unbefristeten Mittel in der dargelegten Weise Verwendung gefunden haben. Es können dann zwar immer noch vorübergehende Spannungen infolge der Schwankungen im Umsatzrhythmus auftreten, die jedoch bei entsprechender Kassenhaltung aus eigenen Mitteln ausgeglichen werden.

---

[2] Schmidt weist in seinem Aufsatz „Grundsätzliches zum Problem kurzfristiger Kredite" in der Z. f. B., 11. Jg., 1934, S. 401 ff. darauf hin, daß bei gleichmäßiger Weitergabe der sofort fälligen Geldkredite auch das Prinzip der Wertgleichheit in der Gesamtwirtschaft gewahrt ist.

Wenn man dergestalt das Liquiditätsproblem unter dem Gesichtspunkt der Substanzerhaltung betrachtet, so wird recht eigentlich deutlich, wie illiquide in Wirklichkeit die industrielle Wirtschaft ist und wie wenig sie dazu geeignet scheint, die Rolle eines Liquiditätssreservoirs für die Banken zu übernehmen. Die „flüssige Schicht" (Schmalenbach), die über der Substanz schwimmt, ist in der Tat sehr dünn, denn als Liquiditätsreserve in Gestalt von realisierten und realisierbaren Werten kommt zunächst nur der Gewinn und das absolut freie (also dauernd überschüssige) Vermögen in Frage. Hierzu können gegebenenfalls noch Spekulationsbestände treten. Neben diesen Beträgen befindet sich bedingt freies Vermögen im Betriebe, d. h. Abschreibungen und sonstiges, vorübergehend unbeschäftigtes Vermögen. Von ihm ist zu sagen, daß in Fällen, in denen die Existenz des Unternehmens bedroht ist, unbedenklich darauf zurückgegriffen werden kann. Aber der Liquiditätsdisponent, der so handelt, muß sich im klaren darüber sein, daß der Unternehmung Substanz verloren geht, und daß in Zukunft ein großer Bedarf an flüssigen Mitteln zu decken sein wird.

II. Liquiditätspolitik im Konjunkturverlauf.

Im bilanzanalytischen Teil der Arbeit wurde nachgewiesen, daß die Liquidität der industriellen Unternehmung in der Konjunktur heftigen Schwankungen ausgesetzt ist. Unterliquide Zustände in den Perioden der Hochspannung und Krise werden abgelöst von Zeiten der Ueberliquidität in der Phase der Depression. Vom Standpunkt des Einzelbetriebes sind diese Erscheinungen unerwünscht. Die konjunkturelle Unterliquidität ist ein Zeichen für die übermäßige Umwandlung von Geld- in Sachkapital, die depressive Ueberliquidität der Ausdruck für das Uebermaß der Rückwandlung dieses Prozesses. Vom Standpunkt des Betriebes braucht die Zahlungsfähigkeit immer nur soweit vorhanden zu sein, als sie gerade für das Bestehen und die organische Weiterentwicklung der Unternehmung notwendig ist. Ein Zuviel an flüssigen Mitteln ist ein Zeichen dafür, daß ein Teil des Vermögens brach liegt, während ein Zuwenig bedeutet, daß das Produktionsvermögen durch die Kredite gefährdet wird.

Die Frage lautet nun, ob es trotz der störenden Kräfte möglich ist, das finanzielle Gleichgewicht der Unternehmung unbeschadet durch die Konjunkturen hindurchzuführen. Ein offenbar aussichtsloser Versuch, da es durchaus den Anschein hat, daß die Liquidität den dynamischen Faktoren völlig ausgeliefert ist. Das würde übrigens bedeuten, daß es eine Liquiditätspolitik überhaupt nicht geben kann. Indes, ganz so aussichtslos liegen die Dinge nicht. Es gibt sehr wohl geeignete Mittel, um den meisten Gleichgewichtsstörungen zu steuern. Allerdings muß zu ihrer erfolgreichen Abwehr der Geschäftsbereich des Liquiditätsdisponenten erheblich erweitert werden. Seine Mitwirkung ist nicht nur in allen Fragen der Kapitaldisposition erforderlich, sondern auch bei der Preis- und Kostenpolitik und selbst im Rechnungswesen.

Im vorhergehenden Kapitel wurden die Voraussetzungen der Liquidität in der Erhaltung eines dreifachen Gleichgewichts erkannt: dem Gleichgewicht zwischen den Vermögens- und Kapitalbeständen, zwischen Erlösen und Kosten und zwischen entstandenem und ausgeschüttetem Gewinn. — Die Aufgabe der Liquiditätspolitik besteht nun darin, dieses Gleichgewicht immer wieder einzuspielen. Die erfolgreiche Lösung der Aufgabe äußert sich schließlich in der Herstellung des Gleichgewichts von Zahlungseingängen und Zahlungsausgängen. Die überlegene Liquiditätspolitik zeichnet sich allerdings dadurch aus, daß jedes einzelne Gleichgewicht in sich selber wieder hergestellt wird und nicht erst auf Kosten eines anderen — wie etwa dadurch, daß Liquiditätsverluste aus Scheingewinnverteilung durch Liquidation von Vermögenswerten ausgeglichen werden — wodurch per Saldo zwar die Uebereinstimmung von Zahlungsein- und -ausgängen erreicht wird, jedoch zu Lasten der Substanz.

Die einzelnen Gleichgewichtsbedingungen sollen in einem Schema veranschaulicht werden. Doch vorher bedarf es einiger Erläuterungen.

(1) Das finanzielle Gleichgewicht zwischen den aktiven und passiven Beständen ist zu bezeichnen als Vermögensliquidität. — Im Konjunkturverlauf interessieren nur ihre Veränderungen, denn wenn Zu- und Abgänge jeweils ausgeglichen werden, ist auch das Gleichgewicht als Ganzes und damit die Betriebserhaltung gewahrt. Davon ist zu unterscheiden die Vermögensliquidität bei Erweiterung und beim Abbau der Unternehmung und ferner sind auseinanderzuhalten Zu- und Abgänge bei den eisernen Kapitalbeständen von den Veränderungen der nicht erneuerungsfähigen Kurzkredite.

(2) Das Gleichgewicht von Erlösen und Kosten bezeichnen wir als Umsatzliquidität. Vom Erlös sind abzusetzen die Gewinne und die Erlöse aus der Liquidation von Vermögensteilen, sodaß unter dem Erlösbegriff in diesem Sinne nur die Vergütung des Marktes für die Kostenreproduktion zu verstehen ist.

(3) Das letzte Gleichgewicht ist die Gewinnliquidität. Sie umfaßt die Fragen der Fehlrechnung und der Verwaltung der Gewinne bis zu ihrer Ausschüttung.

Schema der Gleichgewichtsbedingungen.

Zahlungseingänge		Zahlungsausgänge
1. Vermögensliquidität.		
a) Erweiterung.		
Eingang an langfristigem Kapital und erneuerungsfähigen Kurzkrediten . . . . . (bei Selbstfinanzierung einschließlich der dafür aufgewendeten Gewinnbeträge) .	=	Kosten der Investition.

Zahlungseingänge		Zahlungsausgänge
Eingang an nicht erneuerungsfähigen Kurzkrediten	=	Weitergabe der Kurzkredite spekulative Anlage
b) Abbau.		
Eingang aus Vermögensliquidation	=	Rückzahlung eiserner Kapitalbestände
Eingang aus dem Abruf der Kurzkredite, Abwicklung der Spekulation	=	Rückzahlung der Kurzkredite

2. Umsatzliquidität.

Erlöse (abzüglich Gewinn und Liquidationserlöse)	=	Kosten der Reproduktion

3. Gewinnliquidität.

Entstandener Gewinn (bei Selbstfinanzierung abzüglich der dafür aufgewendeten Gewinnbeträge) [3]	=	Ausgeschütteter Gewinn

Zahlungseingänge	=	Zahlungsausgänge

Das umstehende Schema stellt gleichzeitig die geeignete Gurndlage dar für einen dynamischen Liquiditätsausweis der Unternehmung. Er braucht nur noch durch den Anfangsbestand an flüssigen Mitteln auf der oberen Seite der Eingänge und den Endbestand in dem unteren Teil der Rubrik der Ausgänge ergänzt zu werden. Aus dieser Gegenüberstellung ersieht man die Aufbringung und die Verwendung der Mittel und erkennt sofort jedes Ungleichgewicht und seine Ursachen. Nur, wenn eine Unternehmung in der gekennzeichneten Weise sich dauernd ihre Kapitaldisposition vor Augen hält, kann sie sich vor finanziellen Katastrophen bewahren, ihre Substanz schützen und ihre Liquidität aufrechterhalten. Für die Zwecke der laufenden Liquiditätskontrolle wird es allerdings empfehlenswert sein, einen kurzfristigen Status aufzumachen, der soweit als möglich in die Zukunft vorgreift.[4])

1. Die Aufrechterhaltung der Vermögensliquidität.

Die Aufgabe der Liquiditätspolitik im Hinblick auf die Vermögensliquidität ist in dem Schema klar umrissen. Sie besteht in der Wahrung des Gleichgewichts zwischen den eisernen Beständen der Aktiv- und Passivseite und zwischen den unbefristet aufgenommenen und weitergegebenen Krediten. Störungen entstehen demzufolge, wenn im Aufschwung die Investitionen mit Kurzkrediten

[3]) Im Falle der Reservelegung sind die zurückgestellten Beträge gleichfalls abzusetzen.

[4]) Einen brauchbaren Vorschlag in dieser Hinsicht macht Rauchfleisch in seinem Aufsatz: Der dynamische Status, in der Ztschr., f. hw. Forsch., 1933, S. 1 ff.

finanziert werden (Umwandlung von Geld in langfristig gebundene Güter), bzw. in der Depression Vermögen stärker liquidiert wird, als zur Tilgung langfristigen Kapitals erforderlich ist (Umwandlung von langfristig gebundenen Gütern in Geld). Veranlassung zu diesen Verschiebungen gibt das Rentabilitätsprinzip, dessen Interessen hier mit denjenigen der Liquidität kollidieren. Bei günstiger Rentabilitätsentwicklung werden die flüssigen Mittel in die Realwerte überführt, um an dem dort herrschenden Wertauftrieb teilzunehmen, während im Niedergang die Betriebsverluste eine weitgehende Liquidation von Realwerten erzwingen, die weit über das für die Aufrechterhaltung der Liquidität erforderliche Maß hinausgeht. Die Liquiditätspolitik scheint dieser Zwangsläufigkeit unterworfen zu sein. Doch können auch hiergegen gewisse Maßnahmen getroffen werden. So kann der Unterliquidität in der Hochspannung durch entsprechende Drosselung der Investition begegnet werden. Sehr viel schwieriger liegen allerdings die Dinge in der Depression. Hier muß der Ueberliquidität bereits in der Hochspannung vorgebeugt werden, indem die Neuinvestierungen auf ein vernünftiges Maß beschränkt werden, weil in diefem Zusammenhang der Satz gilt, daß der Abbau umso schärfer sein wird, je größer die Ueberkapazität war.

a) Die Vermögensliquidität bei Betriebserweiterung.

Zur Erweiterung der Substanz können nur eiserne Kapitalbestände herangezogen werden (s. S. 133). Daneben allerdings besteht die Möglichkeit, Produktionsvermögen kurzfristig zu finanzieren. Aber dann bedeutet dieser kurzfristig finanzierte Teil gebundenen Vermögens eine schwere Gefahr für Betrieb und Wirtschaft. Denn bei Rückziehung der Kredite muß unverzüglich gebundenes Vermögen freigemacht werden, wodurch die Umsätze schrumpfen, die Preise zu fallen beginnen und Arbeiter ihren Verdienst verlieren. Je größer daher der Anteil des kurzfristig finanzierten Produktionsvermögens in einer Wirtschaft ist, umso labiler ihr Gleichgewicht. Man kann zwar die Kurzkredite kurzfristig weitergeben,[5]) also geldwertes Produktionsvermögen damit finanzieren, und so wenigstens die Liquidität und Wertgleichheit aufrecht erhalten — womit natürlich schon sehr viel erreicht ist — aber man kann durch keine noch so bedachtsame Disposition verhindern, daß der Betriebsprozeß als solcher bei Abruf der Geldkredite gestört wird. Darum ergibt sich die grundsätzliche Forderung, daß alles gebundene Realvermögen aus eisernen Kapitalbeständen finanziert sein muß.[6])

[5]) Schmidt, a. a. O., S. 404.

[6]) Hierdurch wird die Sicherung des Produktionsvermögens und der Arbeitsplätze in höherem Maße als bisher gewährleistet und damit ein Schritt zur Verwirklichung einer wirtschaftspolitischen Zielsetzung des Nationalsozialismus getan: Beseitigung wirtschaftlicher Zwangslagen.

Das sicherste technische Hilfsmittel zur Verhütung einer falschen Erweiterungsfinanzierung stellt die Finanzplanung dar. Der Finanzplan muß auf der Seite der Aufbringung den Emissionserlös und den Betrag der voraussichtlich möglichen Selbstfinanzierung enthalten (zu dem auch der über die Erfordernisse der Reproduktion hinaus kalkulierte Teil der Abschreibungen zu rechnen ist). Auf der Seite der Mittelverwendung stehen die Voranschläge für die Neubauten und der Bedarf an zusätzlichem Betriebskapital. Hier ist die Entwicklung der Ist-Spalte laufend zu überwachen. Die Kapitalausstattung muß im vorhinein reichlich bemessen sein, weil sonst ein nachträglicher Kapitalbedarf entsteht, der sich gewöhnlich nur kurzfristig decken läßt. Man begegnet deshalb in der Praxis dem Verfahren, daß Verwaltungen sich von der Generalversammlung die Ermächtigung zu einer Emission geben lassen, obgleich ein gegenwärtiger Kapitalbedarf in der bewilligten Höhe gar nicht besteht. (Schaffung von Vorratsaktien bzw. bedingte Kapitalerhöhung). Die Begebung der Papiere wird dann nach dem jeweiligen Finanzierungsbedarf vorgenommen.

b) Die Vermögensliquidität bei Betriebsabbau.

Zum Vermögensabbau im Konjunkturverlauf führen zwei Anlässe: Verschlechterung der Rentabilität und Verschlechterung der Liquidität. — Bei Rentabilitätsverschlechterung kann das liquidierte Vermögen zur Rückzahlung langfristiger Schulden oder zur Finanzanlage benutzt werden. Das erstere wird der Fall sein bei dauerndem Abbau oder bei Aussicht auf Erzielung hoher Tilgungsgewinne. In gewissem Umfange läßt sich diese Liquidation — wie gesagt —, durch vorsichtige Erweiterungspolitik in der Hochspannung verhindern. In der Depression selbst kann man außerdem gegen sie alle diejenigen Maßnahmen ergreifen, die dazu geeignet sind, den Betrieb zurück in die Vollbeschäftigung zu führen (Preispolitik!).

Betriebsabbau infolge Liquiditätsverschlechterung (Kreditrückziehung) wird nur bei falsch finanzierten Unternehmen eintreten. Hierzu gehören diejenigen Gesellschaften, bei denen kurzfristige Geldkredite zur Finanzierung des gebundenen Vermögens verwendet wurden. Soweit diese Kredite kurzfristig weitergegeben waren, wird das finanzielle Gleichgewicht durch die Rückziehung nicht gestört, wohl aber der Betriebsablauf, da der Unternehmung fortan die Mittel fehlen zur Gewährung des üblichen Verkaufsziels. Sind die Geldkredite durch fahrlässige Finanzierung in die Gütersphäre herübergeraten, dann wird der Betrieb bei Kreditkündigungen zur teilweisen Liquidation seines Vermögens gezwungen. Hierbei ist zu unterscheiden, ob er auf bereits durch vorherige Umsatzschrumpfung freigesetztes Vermögen zurückgreifen kann oder ob der Unternehmer eigens die Liquidation gebundener Bestände betreiben muß. Im letzteren Falle nämlich wird der Schrumpfungsprozeß der Wirtschaft in besonderem Maße verstärkt.

Man erkennt aus diesen Darlegungen die unheilvolle Wirkung der Rückziehungen industrieller Kredite. Durch die Kündigungen wird entweder — unter Verkleinerung des Umsatzvolumens — die ganze Kreditkette aufgerollt, oder die Wirtschaft zu Vermögensliquidationen gezwungen, mit allen damit verbundenen deflationistischen Folgeerscheinungen. Aus diesem Grunde müssen die Banken ihrerseits alles unterlassen, was zu einer Beeinträchtigung des wirtschaftlichen Kreislaufs führen könnte. Nur wenn die Unternehmungen von sich aus begonnen haben, Vermögen freizusetzen und zu liquidieren, bleibt eine Rückziehung von Krediten ohne ernsthafte wirtschaftliche Folgen. Die Banken selber dagegen dürften niemals den Anstoß zu einer Gleichgewichtsstörung geben. Zu dieser Zurückhaltung kann allerdings nur die Einsicht führen, daß in Wirklichkeit die industriellen Bankkredite in hohem Grade illiquide sind. Schmidt schreibt hierzu: [7]) „Die Illusion der Kreditliquidität muß endgültig aufgegeben werden, weil sie dem Gläubiger einen unbeschränkten Anspruch auf Störung des wirtschaftlichen Kreislaufs gibt".

Bei der Vermögensliquidation — wie auch in der gesamten Liquiditätspolitik — spielt das Problem der Realisierbarkeit eine besondere Rolle. Die Frage lautet hierbei, inwieweit die Realisierbarkeit der Vermögensteile sich mit der Konjunktur verändert. Dies gilt insbesondere für die Realwerte des Vermögens, während die nominell gebundenen Geldwerte im Hinblick auf ihre Realisierbarkeit von den Schwankungen der Märkte unabhängig sind. Die völlige Unabhängigkeit allerdings kann nur von den bereits realisierten Werten (Zahlungsmitteln) behauptet werden, dagegen nicht immer von den Debitoren, auf die nach der Wende Ausfälle entstehen können. Man muß den uneinbringlichen Teil abschreiben, wodurch die Liquidität plötzlich verschlechtert erscheint. Aber in Wirklichkeit ist die Illiquidität bereits in der Hochspannung eingetreten und nicht erst in der Krise. — Das eigentliche Problem der Realisierbarkeit stellt sich bei den Realwerten. Beim Abbau der Vorräte unterscheidet man am besten die Liquidation, die eine einzelne Unternehmung „außer der Reihe" vornimmt, während alle anderen fortfahren, im alten Umfange umzusetzen und zu reproduzieren, von einer solchen, die konjunkturell bedingt ist und bei der die Gesamtheit der Unternehmungen liquidiert. Bei der speziellen Liquidation wird es häufig gelingen, die Vorräte ohne Preiseinbußen abzustoßen. Bei den konjunkturellen Liquidationsverkäufen ist das nicht möglich, weil hier der Erlös in eben dem gleichen Maße zurückgeht, wie liquidiert wird. Denn durch das Unterlassen der Reproduktion werden weniger Kosten und damit Einkommen bezahlt, das dann auf der Nachfrageseite fehlt. Hierdurch erklärt sich auch die Herkunft der Geldbeträge, die sich in der Depression in der Unternehmung ansammeln. Sie stellen Beträge dar, die bei Vollbeschäftigung als Einkommen bezahlt werden und dem Konsum zufließen, in der Depression aber infolge des Kostenabbaus nicht als solche zur Aus-

[7]) Schmidt, a. a. O., S 411.

zahlung gelangen, sondern von den Unternehmern oder Banken gehortet werden. — Anlagen sind immer in Höhe der vom Markte vergüteten Abschreibung „realisierbar", aber dann werden sie auf dem Umwege über die Fabrikate liquidiert, weshalb für sie das über die Vorräte Gesagte gilt. Soll dagegen eine Anlagenliquidation über die Abschreibung hinaus vorgenommen werden, so muß das gewöhnlich unter erheblichen Werteinbußen geschehen, da in solchen Fällen nur der sehr niedrige Preis des Liquidationsmarktes erzielt werden kann.

Aus dem Vorstehenden ergibt sich die ganze Bedeutung der Wertgleichheit. Denn wenn die Liquidationserlöse von Realwerten zur Rückzahlung von Krediten benutzt werden müssen, so muß viel mehr an Substanz veräußert werden, als seinerzeit bei der Kreditaufnahme einging.

2. Die Aufrechterhaltung der Umsatzliquidität.

Der Liquiditätsdisponent hat die Aufgabe, die flüssigen Mittel der Unternehmung an die wechselnden Ansprüche aus dem Umsatzprozeß anzupassen. Die ungleichmäßige Beanspruchung entsteht durch Veränderungen der Umsatzgeschwindigkeit einerseits und durch Verlustumsätze andererseits.

a) Die Anpassung an die Umsatzgeschwindigkeit.

Die Unternehmungen zahlen die Gesamtheit der Kosten und Einkommen aus ihren Geldbeständen. Aber „infolge der Kontinuität des Umsatzstromes braucht die Wirtschaft nicht Kostenfonds, die für die ganze Umsatzperiode aller Betriebe ausreichen, weil aus den kontinuierlichen Verkäufen immer wieder neue Mittel frei werden, aus denen die neuen Kosten bezahlt werden können. Es ist klar, daß Verschiebungen in der Umsatzgeschwindigkeit sich auch darin äußern müssen, eine Verschiebung der Kostenfonds der Wirtschaften zu erzwingen".[8]) Eine Verlangsamung des Absatzes hat zur Folge, daß die Warenerlöse, die im normalen Wertablauf zur Deckung der Kreditoren und übrigen Kosten hinreichen, nunmehr in einem langsameren Tempo eingehen und der Ergänzung aus den vorhandenen Geldvorräten bedürfen. Ein langsamerer Umschlag setzt deshalb größere Geldbestände voraus, als ein schneller. Aus diesem Grunde ist die höhere Liquidität in der Depression nicht immer als echte Ueberliquidität zu werten, weil infolge des langsameren Umschlags tatsächlich eine größere Geldmenge durch den den Umsatzprozeß gebunden wird.[9]) Bei vorübergehenden Aenderungen der Umsatzgeschwindigkeit — wie bei Saisonbetrieben und gelegentlichen Umsatzstockungen — können die umsatzlangsamen

---

[8]) Schmidt, Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler!, Berlin 1927, S. 15.

[9]) Die Umsatzverlangsamung gilt vor allem für die in Aufstieg und Hochspannung gewährten größeren Kreditfristen. Für die in der Krise erteilten Kredite ist eher eine Verkürzung der Fristen die Regel.

Perioden mit Mitteln finanziert werden, die in der Zeit der raschen Geldeingänge zurückgestellt wurden oder mit Hilfe von Zwischenkrediten. Sind jedoch die Aenderungen der Umsatzgeschwindigkeit dauernder Natur, so muß zu entsprechenden Veränderungen der Kapitalbasis geschritten werden. — Bei einer dauernden Umsatzverlangsamung sind langfristige Mittel zur Entlastung der Kassenhaltung zu beschaffen, im Falle einer Umsatzbeschleunigung dagegen werden Mittel frei, die entweder zu Kapitalrückzahlungen oder zur Selbstfinanzierung benutzt werden können. — Hieraus ergibt sich, daß eine Beschleunigung des Umsatzes (schnellerer Absatz, Verkürzung der Produktions- und Lagerdauer sowie des Debitorenziels — evtl. Ausbedingung von Anzahlungen — und Verlängerung der Kreditorenfrist) eine wirksame Maßnahme zur Verbesserung der Liquidität darstellt.

In der Nachkriegszeit wird in zahlreichen Geschäftsberichten aus der Produktionsmittelindustrie Klage geführt über den stoßweisen Charakter der Aufträge und Umsätze.[10]) Diese Erscheinung zeitigt für die Liquidität unangenehme Nebenwirkungen, die sich nun dauernd neuen Situationen gegenübergestellt sieht. Es ist nicht uninteressant, den Ursachen dieses unrhythmischen Ablaufs der Umsätze nachzugehen. Man wird sie zweifellos im Rationalisierungsprozeß suchen müssen, der mit seinem großen Bedarf an arbeitsersparenden Maschinen und dem scharfen Abbau der Läger für die stoßweisen Bestellungen verantwortlich zu machen ist. Denn einerseits ist die Nachfrage nach arbeitsersparenden Produktionsmitteln ihrem Wesen nach einmalig und andererseits führt die Praxis des „hand-to-mouth-buying" dazu, daß die ausgleichende Wirkung des hohen Lagers verloren geht. Hier zeigt sich eine der Kehrseiten der Vorratsrationalisierung. Der Lagerabbau wird erkauft durch eine Verstärkung der Wirtschaftsunruhe und durch Erhöhung der Vorratshaltung an Zahlungsmitteln.

b) Die Anpassung an die Verlustumsätze.

Bei gewinnbringenden Umsätzen beschränkt sich die Ueberwachung der Umsatzliquidität auf die Anpassung an die Umschlagsgeschwindigkeit, weil in diesem Falle das Gleichgewicht zwischen Erlösen und Kosten von selbst gewahrt ist. Wenn jedoch Verlustumsätze auftreten, so erwachsen der Liquiditätspolitik besondere Aufgaben. Mit der Möglichkeit von Verlusten ist immer zu rechnen, weshalb für diese Eventualität Reserven bereitgehalten werden müssen, und zwar nicht solche, die in Anlagewerten verkörpert sind, sondern liquide, sofort greifbare Mittel. Sie sollte man im Aufschwung aus Emissionserlösen und Gewinnen zurücklegen, um damit die ersten Erschütterungen der Krise aufzufangen — eine Vorbeugungsmaßnahme, die in der Praxis nur selten ergriffen wird. — Sind die Zahlungsreserven verbraucht, noch ehe es gelungen ist,

[10]) z. B. GB. der Siemens & Halske AG. von 1927/28 und 1928/29 und GB. der Maschinenfabrik Germania von 1932.

die Verluste durch Kostensenkung wettzumachen, so kann der Schwund der flüssigen Mittel vorübergehend dadurch aufgehalten werden, daß die Abschreibungsgelder nicht zur Reproduktion benutzt werden. Hier hat insbesondere die kapitalintensive Unternehmung einen relativ weiten Spielraum, die trotz ihrer starren Kostenstruktur in Dingen der Liquiditätsanpassung gar nicht so unelastisch ist, wie es zunächst scheinen möchte. Voraussetzung allerdings der liquiditätsschützenden Wirkung der Abschreibung ist ihre mindestens teilweise Vergütung durch den Markt. — Wenn Abschreibungsgelder in dieser Weise ihrer eigentlichen Bestimmung entzogen werden, so entsteht das Problem, mit welchen Mitteln die Anlagenerneuerung in der Zukunft vorzunehmen ist, da ja die weiteren Quoten zum vollen Ersatz nicht mehr ausreichen. Hier besteht einmal die Möglichkeit, bei Besserung der Verhältnisse an den Kapitalmarkt heranzutreten. Aber durch diese Transaktion wird die Kostenlage der Unternehmung verschlechtert, die bei an sich gleich gebliebener Substanz nun ein Mehr an Zinsen aufzubringen hat. Man nimmt daher den Ersatz besser durch zurückbehaltene Gewinne vor, bis die Substanz wieder ihre alte Höhe erreicht hat. Dies besorgt automatisch der Verlustvortrag, der hier gleichsam die Funktion eines antizipativen Postens übernimmt, indem er die Verrechnung von nachträglichen Kostenzahlungen für den Aufwand einer vorvergangenen Periode besorgt. —

Geht auch die Abschreibung nicht mehr ein, so muß der Liquiditätsdisponent veranlassen, daß die Reproduktion der Vorräte nur noch in dem Umfang vorgenommen wird, wie die flüssigen Mittel es gestatten. Die Unternehmung wird die Produktion einschränken und den Abbau ihrer Lager betreiben müssen. — Dauern die Geldabgänge auch nach dieser Maßnahme noch weiterhin an, d. h. vergütet der Markt nicht einmal mehr die Kosten für die verkleinerte Produktion, so sind die Hilfsmittel des Liquiditätsdisponenten erschöpft. Er kann den Schwund der Geldbestände nicht mehr aufhalten. Hier sei an die Liquiditätsuntergrenze erinnert und an die Bedeutung der unbedingt fälligen Kosten, insbesondere der Löhne und Zinsen. Letztere müssen den Unternehmer in eine besondere Zwangslage versetzen, da er immer wieder vor die Entscheidung gestellt wird, ob er rücksichtslos abbauen oder nicht lieber mit allen Mitteln versuchen soll, den Umsatz aufrecht zu erhalten, um wenigstens einen Teil der Zinsen herauszuwirtschaften.

Es wurde an anderer Stelle als ein Grundsatz der Liquiditätspolitik bezeichnet, daß jedes Ungleichgewicht nach Möglichkeit in sich selber ausgeglichen werde. Für die Umsatzliquidität bedeutet das die Abstimmung der Kosten auf die Erlöse, eine Aufgabe, die an sich von anderen Instanzen gelöst werden muß, als denen, die für die Liquidität verantwortlich sind. Doch laufen zwischen ihnen die engsten Verbindungen, da alle Veränderungen in der Kostenstruktur ihre Rückwirkung auf die Liquidität haben. Der Liquiditätsdisponent muß deshalb genauestens die Kostenentwicklung verfolgen, um Um-

fang und Charakter (z. B. Anteil der unbedingt fälligen Kosten) der daraus entstehenden Verbindlichkeiten ablesen zu können, weshalb ihm Einblick in die Kostenbudgetierung zu gewähren ist. Im Falle eines Ungleichgewichts muß versucht werden, die Kosten soweit abzubauen, daß sie wieder in den Erlösen Deckung finden. Wenn hierzu keine Aussicht besteht, so gibt es nur noch eine einzige Möglichkeit das Ungleichgewicht zu beseitigen: Man muß es bewußt noch weiter verschlimmern und zwar durch Senkung der Preise. Hierdurch werden die Voraussetzungen geschaffen, die die Unternehmung wieder in die Vollbeschäftigung zurückführen. Diese Politik können sich natürlich nur solche Unternehmungen erlauben, die in der Lage sind, das Ungleichgewicht eine Weile zu tragen, das heißt, die erforderlichen Mittel zur Bestreitung der unbedingt fälligen Kostenzahlungen bereits besitzen oder sich solche durch Vermögensabbau beschaffen können. —

3. Die Aufrechterhaltung der Gewinnliquidität.

Die Gleichgewichtsbedingungen der Gewinnnliquidität bestehen in der Uebereinstimmung von entstandenem und ausgeschüttetem Gewinn. Alle Maßnahmen, die zu einer Abweichung hiervon führen, haben Liquiditätsstörungen zur Folge. Als solche Störungsfaktoren sind zu bezeichnen die Fehlrechnung und die Gewinnmanipulation.

Die Fehlrechnung entsteht durch einen Irrtum bei der Gewinnermittlung. Bei ihr stimmt der tatsächlich entstandene mit dem errechneten Gewinn nicht überein, weil Wertänderungen am ruhenden Vermögen fälschlicherweise in die Erfolgsrechnung einbezogen werden. Dadurch gelangen in Zeiten der Wertsteigerung Scheingewinne zur Verrechnung, in Zeiten der Wertsenkung dagegen Scheinverluste. Wenn nun auf Grund der Rechnungsausweise die Ausschüttung vorgenommen wird, so werden mehr bzw. weniger flüssige Mittel ausgeschüttet, als verdient worden sind. Sollte nun doch einmal bei der Anschaffungswertrechnung der ausgeschüttete Gewinn mit dem entstandenen übereinstimmen, so ist das die Folge von Manipulationen und im übrigen ein Werk des Zufalls. Die alleinige Gewähr für die jederzeitige Aufrechterhaltung der Gewinnliquidität gibt die Tageswertrechnung, bei der alle Ausschüttungen ohne Liquiditätsstörungen vor sich gehen. Allerdings mit der einen Einschränkung — die jedoch nicht grundsätzlicher, sondern nur technischer Natur ist —, daß im Zeitpunkt der Ausschüttung der Gewinn auch tatsächlich in liquider Form greifbar ist. Er fällt zwar im Augenblick seiner Entstehung in flüssigen Mitteln an, aber bis zum Termin der Dividendenzahlung kann er in den verschiedensten Anlagenformen der Unternehmung mitarbeiten. Der Liquiditätsdisponent hat daher die Aufgabe, die geeignetste Anlage für den auszuschüttenden Gewinn zu finden, um zu verhindern, daß er durch eine falsche Behandlung gefährdet und die Unternehmung trotz hoher Erträge illiquide wird. Aus diesem Grunde ist es falsch,

Gewinne, die zur Verteilung gelangen sollen, in Vermögenswerte zu überführen, in der sie langfristig gebunden sind. Es kommen deshalb hierfür nur solche Vermögensteile in Frage, deren Geldwerdung sich in kurzen Abständen vollzieht. Aber selbst bei diesen gilt es zu bedenken, daß sie gewöhnlich eiserne Bestände darstellen, die der Gefahr der Liquidation nicht ausgesetzt werden dürfen. Andererseits ist die Anlage in Spekulationsbeständen auch nicht unbedenklich, da bei einem schlechten Ausgang des Geschäftes ein Teil des Gewinnes wieder verloren gehen kann. So bleibt also als sicherste Anlage die Sammlung der Ueberschüsse auf Bankkonto oder der Ankauf festverzinslicher Wertpapiere. Der Vollständigkeit halber ist zu erwähnen, daß unter bestimmten Voraussetzungen die Verwendung des Gewinnes zur Finanzierung des Produktionsvermögens doch zulässig ist, und zwar bei Aufnahme eines Bankkredits zum Dividendentermin. Hierdurch wird die Ausschüttung des festgelegten Gewinnes ermöglicht. Allerdings müssen dann im folgenden Jahre die eingehenden Erträge zur Tilgung des Kredites benutzt werden.

Schließlich bleibt noch eine Zweifelsfrage zu klären, und das ist das Problem der Ausschüttung von Buchgewinnen. Buchgewinne können entstehen bei Fusionen, Sanierungen und bei Tilgungskäufen eigener Aktien und Obligationen. Ihre Entstehung liegt in dem nominellen Charakter des Aktienkapitals bzw. der Anleihen begründet. Bei der Fusion können sich Buchgewinne dadurch ergeben, daß der Zugang an Vermögenswerten bei der Verschmelzung höher ist als das zur Durchführung der Uebernahme erforderliche nominelle Aktienkapital. Diese Differenzgröße stellt natürlich kein Einkommen dar, sondern Vermögenszugang, der infolge des nominellen Charakters des Aktienkapitals auf Reservekonto verrechnet werden muß. Seine Verteilung würde in Wirklichkeit Vermögensausschüttung bedeuten. Bei der Sanierung entstehen Buchgewinne durch die Herabsetzung von Aktienkapital oder die Auflösung der offenen Reserven. Auch sie sind nicht ausschüttbar, da die Herabsetzung nichts weiter als die nachträgliche und sehr umständliche Form einer Wertkorrektur darstellt, die bei variablem und tageswertigem Kapital laufend erfolgen würde. Für die Tilgungsgewinne gilt folgendes: Beim Unterparirückkauf von eigenen Aktien bezeichnet man gewöhnlich die Differenz zwischen dem Nominal- und dem Kurswert als Buchgewinn; er wird von der Praxis als ausschüttbar angesehen, falls die flüssigen Mittel es erlauben. Diese Auffassung ist falsch. Verteilungsfähige Gewinne können nur entstehen, wenn der Kurswert der Aktien unter ihrem Substanzwert liegt, das will heißen, daß die Börse die Aktien unter ihrem Substanzwert — berechnet auf Grund einer tageswertigen Ermittlung des Aktienkapitals — bewerten muß, ehe überhaupt ein Gewinn entstehen kann.[11]) Denn

[11]) Beispiel: Aktienkapital 1 Mill., Substanzwert 800 000. Bewertung durch Börse: 750 000. Also: Substanzwert = 80%, Kurs = 75%. Gewinn bei Rückkauf von nominell 100 Mk. Aktien nicht 25, sondern 80—75 = 5 Mk.

nur wenn durch den Ankauf der Aktien mehr an Substanz in die Unternehmung eingeht als dafür aufgewendet wird, ergibt sich ein Gewinn. Alles andere ist Scheingewinn. Voraussetzung ist ferner, daß die Unternehmung tatsächlichen Abbau betreibt, also über absolut freies und liquides Vermögen verfügt. Bei dem Ankauf von eigenen Obligationen gilt ein Aehnliches. Auch hier ist die Differenz zwischen Nominal- und Kurswert nicht ohne weiteres Gewinn. Vielmehr errechnet sich dieser gleichfalls unter Berücksichtigung des Substanzwertes. Gesetzt den Fall, die seinerzeit bei der Anleiheemission eingegangenen Beträge seien noch zu 90% in ihrem Wert erhalten, während der Kursstand der Obligationen 85% beträgt, so entsteht bei Rückkauf ein Gewinn von 5. — Allgemeiner ausgedrückt würde das besagen, daß Tilgungsgewinne bei Obligationen erst dann entstehen, wenn ihr Kurssturz tiefer ist als die durchschnittliche Wertsenkung des Vermögens.

Unter Gewinnmanipulation ist hier die bewußte Beeinflussung der Gewinnhöhe zu verstehen, entweder zum Zwecke der Reservelegung oder aus Gründen der Dividendenpolitik. Unter der Voraussetzung, daß der Gewinn in liquider Form vorhanden ist und in ihr verbleibt, wird durch Legung der Reserven — ob still oder offen ist hier ohne Bedeutung — die Liquidität gebessert und durch ihre Auflösung die entstandene Ueberliquidität wieder beseitigt. In der Praxis allerdings trifft diese Voraussetzung in der Regel nicht zu, denn gewöhnlich werden die Gewinne sofort nach ihrer Entstehung zur Selbstfinanzierung benutzt. Bei der Ausschüttung erfolgt dann die Korrektur durch Dotierung der offenen Reserven oder durch Legung von stillen. Man muß sich jedoch im klaren darüber sein, daß die Ausschüttung der in Realwerten verkörperten Reserven im Bedarfsfalle — und der wird gewöhnlich im Niedergang vorliegen — durchaus zweifelhaft ist. Denn die durch Unterbewertung der Vorräte in der Hochkonjunktur gelegten stillen Reserven werden bei einem entsprechenden Tiefstand der Preise durch die Wertsenkung aufgezehrt, während für die offenen ein Gleiches gilt, bei denen sich ebenfalls die Frage der Realisierbarkeit ergibt. — Mit diesen Feststellungen werden gleichzeitig allen dividendenpolitischen Maßnahmen — soweit sie echten Gewinnausgleich darstellen, der nicht auf Kosten der Substanz gehen soll — die Grenzen gezogen. Eine stabile Dividendenpolitik ist nicht schon ohne weiteres durch Reservelegung sichergestellt, es sei denn, man beläßt die zurückbehaltenen Beträge in flüssiger oder geldwerter Form. Aus diesem Grunde sind auch alle sog. Gewinnreservekonten mehr oder weniger sinnlos,[12]) wenn man nicht gleichzeitig Vorsorge dafür trifft, daß ihr Gegenwert in liquider Anlage gehalten wird. Hier gilt der Satz, daß eine stabile Dividendenpolitik nur möglich ist bei stabiler Liquiditätspolitik.

---

[12]) außer, man verwendet sie als Ausgleichsfonds für Wertsenkungen.

4. Zusammenfassung.

Abschließend sollen noch einmal die wesentlichen Grundsätze der Liquiditätspolitik zusammengestellt werden. Danach muß die wirksame Bekämpfung der konjunkturellen Liquiditätsschwankungen nach folgenden Richtlinien erfolgen:

(a) Finanzierung des Produktionsvermögens aus eigenen Kapitalbeständen bei gleichzeitiger Abstimmung der Fälligkeiten.

(b) Verhinderung des Uebergreifens der kurzfristigen Geldkredite in die Gütersphäre. Befolgung des Prinzips der Wertgleichheit. Bei kurzfristigen Geldkrediten bedeutet das die Weitergabe derselben mit gleicher Fälligkeit.

(c) Anpassung an die gegenwärtigen und zukünftigen Absatzmöglichkeiten durch entsprechende Preis-, Produktions- und Anlagepolitik.

(d) Tageswertrechnung. Sie ist Voraussetzung aller richtigen Anpassung (Pos. c) und verhindert Störungen der Gewinnliquidität.

Lebenslauf.

Als Sohn des Kaufmanns Adolf Magener und seiner Ehefrau Anastasia, geb. Stepanowa, wurde ich am 3. 8. 1910 in Odessa geboren. Im Sommer 1918 kam ich nach Deutschland und wurde in den Hermann Lietz-Schulen, Sitz Schloß Bieberstein (Rhön) erzogen. Ich legte dort Ostern 1928 die Reifeprüfung ab. Darauf trat ich für die Dauer von 2½ Jahren als kaufmännischer Lehrling in die I. G. Farbenindustrie AG. Frankfurt-M. ein. 1931 nahm ich das Studium der Wirtschaftswissenschaften an der Hochschule in Frankfurt a. M. auf, nachdem ich vorher das University College Exeter, England, besucht hatte. Im November 1933 legte ich die kaufmännische Diplomprüfung an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a. M. ab.